

## Droguería Inti S.A.

Informe con Estados Financieros al 30 de septiembre de 2016		Fecha de Comité: 30 de diciembre de 2016
Leyla Franco Mussa	(591) 2 2124127	lfranco@ratingspcr.com
Pamela Antezana Salinas	(591) 2 2124127	pantezana@ratingspcr.com

Aspecto o Instrumento Calificado	Calificación		Equivalencia		Perspectiva
	PCR		ASFI		
<b>Bonos Inti IV - Emisión 1</b>					
<b>Serie</b>	<b>Monto (Bs)</b>	<b>Plazo (días)</b>			
Serie B	10.605.000	2.160	<sub>B</sub> AA	AA2	Estable
Serie C	10.605.000	2.520	<sub>B</sub> AA	AA2	Estable
Serie D	10.605.000	2.880	<sub>B</sub> AA	AA2	Estable

### Significado de la Calificación

**Categoría <sub>B</sub>AA:** Emisiones con alta calidad crediticia. Los factores de protección son fuertes. El riesgo es modesto pudiendo variar en forma ocasional por las condiciones económicas.

Estas categorizaciones podrán ser complementadas si correspondiese, mediante los signos (+/-) mejorando o desmejorando respectivamente la calificación alcanzada entre las categorías <sub>B</sub>AA y <sub>B</sub>B.

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

### Significado de la Perspectiva

**Perspectiva "Estable"** Los factores externos contribuyen a mantener la estabilidad del entorno en el que opera, así como sus factores internos ayudan a mantener su posición competitiva. Su situación financiera, así como sus principales indicadores se mantienen estables, manteniéndose estable la calificación asignada.

*La "Perspectiva" (Tendencia, según ASFI) indica la dirección que probablemente tomará la calificación a mediano plazo, la que podría ser positiva, estable o negativa.*

*Para la calificación de riesgo de los instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, acciones preferentes y emisores, el Calificador tomará en cuenta los siguientes factores: cambios significativos en los indicadores de la situación financiera del emisor, cambios en la administración y propiedad, proyectos que influyan significativamente en los resultados de la sociedad, cambios en la situación de sus seguros y sus garantías, sensibilidad de la industria relativa a precios, tasas, crecimiento económico, regímenes tarifarios, comportamiento de la economía, cambios significativos de los proveedores de materias primas y otros así como de sus clientes, grado de riesgo de sustitución de sus productos, cambios en los resguardos de los instrumentos, y sus garantías, cambios significativos en sus cuentas por cobrar e inversiones y otros factores externos e internos que afecten al emisor o la emisión.*

*PCR determinará en los informes de calificación, de acuerdo al comportamiento de los indicadores y los factores señalados en el anterior párrafo, que podrían hacer variar la categoría asignada en el corto o mediano plazo para cada calificación, un indicador de perspectiva o tendencia.*

## Significado Calificación ASFI para el Mercado de Valores

---

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

*Se autoriza añadir los numerales 1, 2 y 3 en cada categoría genérica, desde AA a B con el objeto de establecer una calificación específica de los valores de largo plazo de acuerdo a las siguientes especificaciones:*

*Si el numeral 1 acompaña a una de las categorías anteriormente señaladas, se entenderá que el valor se encuentra en el nivel más alto de la calificación asignada.*

*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 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 calificaciones 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° 072/2016 del 30 de diciembre de 2016, acordó ratificar la Calificación de AA2 (equivalente a  $\mu$ AA según la simbología de calificación utilizada por PCR) con tendencia “Estable” (perspectiva en terminología PCR) a cada una de las series de los Bonos Inti IV – Emisión 1.

Lo expuesto se sustenta en lo siguiente:

- **Experiencia.** La expansión de Droguería INTI S.A. a nivel nacional e internacional garantiza el aprovechamiento de su capacidad instalada, apropiada logística de distribución y explica el continuo incremento de sus ventas. La empresa cuenta con agencias en ocho de los nueve departamentos del país y aprovecha su infraestructura ya instalada para prestar servicios de distribución a otras empresas<sup>1</sup>.
- **Certificación.** Las Certificaciones de “Buenas Prácticas de Manufactura” y “Buenas Prácticas de Almacenaje” otorgadas por el Ministerio de Salud boliviano conforme recomendaciones de la OMS validan sus procedimientos, procesos e infraestructura, garantizando la calidad de los productos de la empresa y representando una ventaja competitiva para la obtención de licitaciones, exportación y maquila.
- **Crecimiento en Activos Fijos.** La empresa invierte constantemente en activos fijos para mejorar sus procesos operativos, costos de ventas, eficiencia en la venta y distribución, amplía la capacidad de producción con tiendas y nuevos almacenes para abastecer a su creciente demanda. Los activos fijos durante el periodo histórico de análisis (2012-2016) han incrementado a una tasa compuesta anual de 12,98%.
- **Participación de Mercado.** Según IMS Health, INTI es la farmacéutica líder del mercado boliviano con el 21,5% de participación en ventas a enero de 2015<sup>2</sup>. Las ventas de productos INTI a septiembre de 2016 representaron 97,82% de los ingresos y la distribución de marcas en representación el restante 2,18%.
- **Estado de Resultados.** Los ingresos de la empresa muestran tendencia de crecimiento constante, a una tasa compuesta de 14,00% anual durante los últimos cinco años (2012 – 2016), al 30 de septiembre de 2016 los ingresos de operación a 12 meses se incrementaron en relación a septiembre de 2015, lo cual repercutió en mayores utilidades bruta, operativa y neta.
- **Rentabilidad.** A septiembre de 2016, la Sociedad obtuvo mayores márgenes de rentabilidad respecto a septiembre de la gestión anterior. Asimismo debido a una mayor utilidad neta registrada, la rentabilidad sobre activos y sobre patrimonio es superior a septiembre de 2015.

---

<sup>1</sup> Pharma Investi.

<sup>2</sup> Última fecha de actualización información de mercado.

- **Liquidez.** A septiembre de 2016, presenta altos niveles de liquidez; la razón corriente y la prueba acida son levemente menores en relación al último cierre de gestión y el capital de trabajo es mayor, por tanto la Sociedad es capaz de afrontar sus obligaciones corrientes.
- **Endeudamiento.** El nivel de endeudamiento de la empresa ha seguido una tendencia decreciente, durante el quinquenio analizado, los indicadores muestran que el saldo de obligaciones es cada vez menor respecto al patrimonio durante el periodo de análisis, y a septiembre de 2016 los indicadores de endeudamiento no presentaron variaciones significativas respecto al último cierre de gestión.
- **Cobertura.** A septiembre de 2016, la empresa cuenta con buenos indicadores de cobertura de gastos financieros y son mayores respecto a similar período de 2015, dado el aumento del EBITDA y EBIT en el período de análisis.
- **Inversiones.** Droguería INTI S.A., realiza periódicamente inversiones que aportan a su crecimiento, desarrollo industrial y posición competitiva.
- **Mercado de Valores.** Droguería INTI S.A. participa en el Mercado de Valores desde 1997. A septiembre de 2016, mantiene vigentes emisiones por bonos a largo plazo y valores de titularización.
- **Proyecciones Financieras.** Se considera que las proyecciones financieras presentan criterios aceptables y se determinó que el flujo de caja neto es capaz de cubrir los gastos y pago de pasivos correspondientes a cada periodo.

## Información de la Calificación

---

Información empleada en el proceso de calificación:

1. Estados Financieros Auditados de los períodos marzo 2012 – marzo 2016 y Estados Financieros internos a septiembre de 2016:
  - 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.
  - Emisiones vencidas y vigentes.
  - Certificaciones del Ministerio de Salud.
4. Información sobre la Emisión
  - Prospecto Marco de la Emisión de Bonos Inti IV.
  - Prospecto Complementario Bonos Inti IV- Emisión 1

## Análisis Realizados

---

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

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

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

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

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

**6. Evaluación de los aspectos legales:** Revisión de los contratos que involucre la emisión y situación legal de la empresa.

## **Instrumentos Calificados: Bonos Inti IV- Emisión 1**

---

### **Resumen del Programa**

**Emisor:** Droguería Inti S.A. con número de inscripción en el Registro de Mercado de Valores SPVS-IV-EM-DIN-038/2000.

De acuerdo a la inscripción del Programa de Emisiones en el Registro del Mercado de Valores ASFI/DSV-PEB-DIN-001/2011, mediante resolución la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero ASFI N° 387/2011, de fecha 29 de Abril de 2011, se aprueba el Programa de emisiones de Bonos denominado "Bonos INTI IV" por un monto total de Bs 70.700.000 (Setenta millones setecientos mil 00/100 bolivianos), los bonos a emitirse son de tipo obligacionales y redimibles a plazo fijo, y el plazo del programa es de 1.080 días calendario a partir del día de la notificación de la Resolución ASFI que autoriza la inscripción del programa en el RMV. Las emisiones correspondientes al programa podrán ser emitidas en dólares de los Estados Unidos de América (USD), Boliviano (Bs) o bolivianos con mantenimiento de valor respecto a la unidad de Fomento a la Vivienda (Bs.-UFV). El precio de colocación de los bonos será mínimamente a la par del valor nominal, encontrándose representados los valores del programa mediante anotación en cuentas del sistema de registro de anotación de cuentas a cargo de la EDV. La circulación de los valores será a la orden, asimismo los Bonos a emitirse dentro del presente Programa no serán convertibles en acciones de la Sociedad.

### **Fórmula para el cálculo del pago de intereses**

En caso de Emisiones denominadas en bolivianos ó en Dólares de los Estados Unidos de América, el cálculo será efectuado sobre la base del año comercial de trescientos sesenta (360) días. La fórmula para dicho cálculo se detalla a continuación:

$$VCi = VN * (Ti * PI / 360)$$

Donde:

VCi = Valor del cupón en el periodo i

VN = Valor nominal o saldo de capital pendiente de pago

Ti = Tasa de interés nominal anual

PI = Plazo del cupón (número de días calendario)

Dónde i representa el periodo

En caso de Emisiones denominadas en bolivianos con mantenimiento de valor respecto a la UFV, el cálculo será efectuado sobre la base del año comercial de trescientos sesenta (360) días calendario. La fórmula de cálculo para el pago en bolivianos se detalla a continuación:

$$VCi = (VN * (Ti * PI / 360)) * UFV$$

Donde:

VCi = Valor del cupón en el periodo i

VN = Valor nominal o saldo de capital pendiente de pago

Ti = Tasa de interés nominal anual

PI = Plazo del cupón (número de días calendario)

Dónde i representa el periodo

UFV = Valor de la UFV a la fecha de vencimiento del cupón

Los Bonos que componen las diferentes Emisiones dentro del Programa podrán ser redimidos anticipadamente total o parcialmente luego de transcurridos trescientos sesenta (360) días calendario desde la Fecha de Emisión, dicho Rescate Anticipado podrá efectuarse a través de sorteo (rescate parcial) o a través de compras en mercado secundario (rescate parcial o total). Por otra parte estará sujeta a una compensación monetaria al inversionista, calculado sobre la base porcentual respecto al monto de capital redimido anticipadamente, tomando en cuenta parámetros como los días de vida remanentes de la Emisión.

### Compromisos financieros

La emisión presenta una garantía quirografaria de la Sociedad, y además establece compromisos financieros:

1. **Ratio deuda a patrimonio (“RDP”)**, Una relación Deuda/Patrimonio Neto (RDP) no mayor a tres veces (3.0) el Patrimonio Neto.

$$RDP = \text{Pasivo Financiero} / \text{Patrimonio Neto}^3$$

Donde:

*Pasivo Financiero* = Suma (en la fecha de cálculo relevante es decir, al cierre de cada trimestre: Marzo, Junio, Septiembre y Diciembre) de todas las deudas bancarias y financieras a corto plazo y deudas bancarias y financieras a largo plazo.

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

2. **Razón Corriente (“RC”)**, Una razón Activo Corriente / Pasivo Corriente (RC) mayor a uno punto uno veces (1.1) el Pasivo Corriente

$$RC = \text{Activos Corrientes} / \text{Pasivos Corrientes}^4$$

Donde:

*Activos Corrientes* = Suma (en la fecha de cálculo relevante, es decir, al cierre de cada trimestre: Marzo, Junio, Septiembre y Diciembre) de todas las Cuentas de Efectivo de la Sociedad, las Cuentas por Cobrar Comerciales, Realizable descontando las provisiones por obsolescencia y otros activos de corto plazo.

*Pasivos Corrientes* = Suma (en la fecha del cálculo relevante es decir, al cierre de cada trimestre: Marzo, Junio, Septiembre y Diciembre) de todas las obligaciones de la Sociedad que vencen a la vista o dentro del período de un año.

Todos los Compromisos Financieros asumidos podrán ser modificadas previo consentimiento de la Asamblea de Tenedores del Programa, quien a los fines señalados precedentemente, no podrá negarse, retrasarse ni condicionar dicho consentimiento de manera no razonable cuando dichas modificaciones sean necesarias para el desarrollo de la Sociedad, pudiera resultar en un incremento en los ingresos de la Sociedad, pudiera resultar en una disminución de los costos de la Sociedad y las modificaciones se encuentren dentro del marco de las prácticas de la industria.

### Características de la Emisión

La Emisión se denomina: “Bonos Inti IV– Emisión 1” y se encuentra comprendida dentro del PROGRAMA DE EMISIONES DE BONOS INTI IV. La fecha de Emisión es el 20 de julio de 2011, mediante la inscripción de la Emisión 1 en el Registro del Mercado de Valores de la ASFI: N° ASFI/DSV-ED-DIN-008/2011, y mediante Carta de Autorización de la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero No. ASFI/DSV/R-71029/2011, de fecha 14 de Julio de 2011 La Emisión se encuentra compuesta por cuatro series cada una de Bs 10.605.000. El monto total de la presente Emisión es de Bs 42.420.000.- (Cuarenta y dos millones cuatrocientos veinte mil 00/100 Bolivianos). Son bonos de tipo obligacionales y redimibles a plazo fijo, el tipo de interés que devengarán será un interés nominal, anual y fijo La modalidad de colocación de los bonos será “a mejor esfuerzo” y su forma de circulación será a la orden. El precio de colocación será mínimamente a la par del valor nominal. El plazo de las series, el valor nominal y la cantidad de valores en el mercado se presentan en el siguiente cuadro:

Cuadro 1: Características del Programa 4 – Emisión 1							
Series	Clave de Pizarra	Monto Series	Valor nominal	Número de Valores	Tasa de Interés	Plazos	Fecha de Vencimiento
A	DIN-1-N1A-11	Bs 10.605.000	Bs 1.000	10.605 Bonos	5,00%	1.800 días	23/06/2016
B	DIN-1-N1B-11	Bs 10.605.000	Bs 1.000	10.605 Bonos	5,50%	2.160 días	18/06/2017

3 Obtenido de:

PROSPECTO MARCO PARA UN PROGRAMA DE EMISIONES DE BONOS, elaborado por Droguería Inti y BNB Valores (versión de 27 de abril de 2011)

4 Obtenido de:

PROSPECTO MARCO PARA UN PROGRAMA DE EMISIONES DE BONOS, elaborado por Droguería Inti y BNB Valores (versión de 27 de abril de 2011)

Cuadro 1: Características del Programa 4 – Emisión 1							
C	DIN-1-N1C-11	Bs 10.605.000	Bs 1.000	10.605 Bonos	6,00%	2.520 días	13/06/2018
D	DIN-1-N1D-11	Bs 10.605.000	Bs 1.000	10.605 Bonos	6,75%	2.880 días	08/06/2019
<b>Total</b>		Bs 42.420.000					

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

La Sociedad utilizará los recursos captados de la presente Emisión, en cualquiera de los siguientes destinos:

- Recambio de pasivos financieros de la Sociedad y/o
- Capital de Inversiones y/o
- Capital de operaciones o
- Una combinación de las anteriores.

En caso de que los Bonos de la presente Emisión sean colocados sobre la par, el importe adicional será destinado a capital de trabajo.

La amortización de capital y el pago de intereses serán efectuados de la siguiente manera:

- a) **En la Fecha de Vencimiento de los Cupones:** El Capital e Intereses correspondientes se pagarán contra la relación de titulares de cada emisión comprendida dentro del Programa de Emisiones proporcionada por la EDV, la presentación de la identificación respectiva, en el caso de personas naturales, y la carta de autorización de pago, poderes notariales (originales o copias legalizadas) de los Representantes Legales, debidamente inscritos en el Registro de Comercio, cuando corresponda, en el caso de personas jurídicas, sin ser necesaria la presentación del Certificado de Acreditación de Titularidad (CAT), conforme a los procedimientos establecidos por la EDV.
- b) **A partir del día siguiente de la fecha de vencimiento de los cupones:** El Capital e Intereses correspondientes se pagarán contra la presentación del Certificado de Acreditación de Titularidad (CAT), emitido por la EDV, además de la identificación respectiva para personas naturales, y la carta de autorización de pago, poderes notariales (originales o copias legalizadas) de los Representantes Legales, debidamente inscritos en el Registro de Comercio, cuando corresponda, en el caso de personas jurídicas, conforme a los procedimientos establecidos por la EDV.
- c) **Cronograma de amortización de capital y pago de intereses:** Los intereses de todas las series que conforman la Emisión se pagarán cada noventa (90) días calendario. Asimismo, los Bonos serán amortizados parcialmente de acuerdo al cronograma.

## **Droguería INTI S.A.**

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.

INTI es una empresa líder en su sector, posee una variedad de fórmulas propias y 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.

A partir de 1986 empieza a registrar algunas marcas en Paraguay, Argentina, Chile, Perú y Ecuador. En el año 2000 apertura una oficina en Perú. 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.

### **Composición Accionaria**

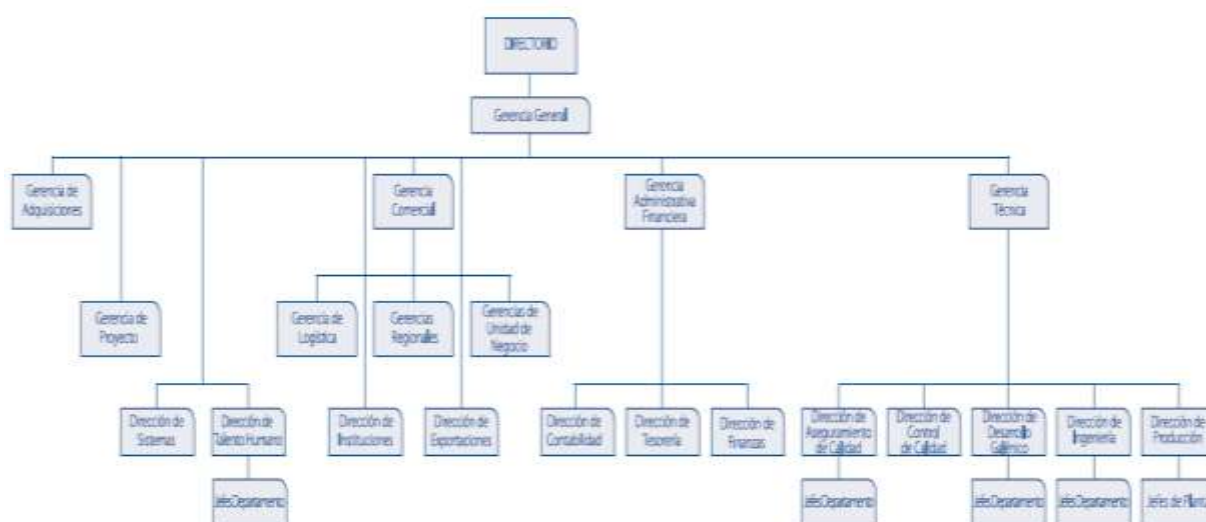
El paquete accionario de Droguería INTI S.A., se detalla a continuación:

Cuadro 2: Grupo accionario al 30 de septiembre de 2016		
Accionista	Número de Acciones	Participación
Christian Schilling Dalgas	806,638	26.45%
Dirk Schilling Dalgas	665,392	21.82%
Imke Schilling Dalgas	665,392	21.82%
Jorge Rodolfo Claros Fuentes	587,056	19.25%
Carolina Schilling Nuñez	288,507	9.46%
Lina Nuñez, Vda de Schilling	36,591	1.20%
<b>Total</b>	<b>3,049,576</b>	<b>100.00%</b>

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

La administración de Droguería INTI S.A. es centralizada. La estructura organizacional es de tipo tradicional (piramidal), respetando la delegación de funciones y la unidad de mando. A continuación se presenta el Organigrama de Droguería INTI S.A., vigente al 30 de septiembre de 2016:

Gráfico 1



Fuente: Droguería Inti / Elaboración: Droguería Inti

El número de trabajadores a septiembre, durante los últimos tres años se detalla a continuación:

Cuadro 3: Evolución del número de Empleados			
Oficina	Sep-14	Sep-15	Sep-16
Nacional	96	97	98
El Alto	321	326	340
La Paz	120	125	132
Cochabamba	97	104	112
Santa Cruz	153	163	164
Oruro	26	25	28
Potosí	19	20	21
Sucre	34	32	33
Tarija	34	35	38
Trinidad	25	25	26
<b>TOTAL</b>	<b>925</b>	<b>952</b>	<b>992</b>

Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

La composición del Directorio y de la Plana Gerencial es la siguiente:

Cuadro 4: Directorio al 30 de septiembre de 2016		
Nombre	Cargo	Antigüedad en el Directorio
Friedrich-Klaus Ohnes	Presidente	24 años
Fernando Anker A.	Vicepresidente	16 años
Mario Lema Ruiz.	Director Secretario	10 años
Miguel Apt Brofman.	Síndico	7 años

Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

Cuadro 5: Plana Gerencial al 30 de septiembre de 2016			
Nombre	Cargo	Antigüedad	Profesión
Christian Schilling Dalgas	Gerente General	21 años	Administrador de Empresas
Friedrich-Klaus Ohnes	Gerente Adjunto y de Adquisiciones	47 años	Ciencias Económicas
Ronald Reyes Noya	Gerente Administrativo Financiero	20 años	Administrador de Empresas
Gonzalo Muñoz-Reyes	Gerente Técnico	40 años	Químico Farmacéutico

Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

**Christian Schilling Dalgas** (*Gerente General*). Técnico Superior en Organización Industrial del B. Braun Melsungem AG y Administrador de Empresas del George August Universität Göttingen de Alemania. Profesionalmente se desempeñó en Braun Melsungen AG en el área de Comercialización y Planificación, en Merk AG como Gerente de Producto y en Merk Colombiana como Gerente de Producto.

**Friedrich Klaus Ohnes Tanzer** (*Gerente Adjunto y de Adquisiciones*). Profesional en Ciencias Económicas del Industriekaufmann (Colegio Profesional para la Industria y Comercio Exterior). Fue Jefe de varios Departamentos de Abendroth Internacional S.R.L. y Jefe de Planificación de Producción en Zyma Blaes AG.

**Gonzalo Muñoz Reyes Navarro** (*Gerente Técnico*). Químico Farmacéutico Industrial del Instituto Politécnico Nacional de México D.F. Se desempeñó en distintas empresas en México. En Droguería INTI S.A. desempeñó los cargos de Jefe de Sección Sueros, Jefe de Sección Inyectables y Jefe de Planta El Alto.

**Ronald Reyes Noya** (*Gerente de Administración y Finanzas*). Licenciado en Administración de Empresas de la Universidad Mayor de San Andrés, realizó una Maestría en Administración de Empresas en Maestrías para el Desarrollo UCB – Harvard. Fue Operador de Bolsa en el Banco La Paz y Gerente de Banca Personal en el Banco Unión.

#### Política de Dividendos

Se paga el 20% del resultado de la gestión en caso de que exista utilidad, en 2013, 2014 y 2015 se cancelaron utilidades por Bs 4,80 millones en cada gestión.

#### Deuda Financiera y Garantías.

La deuda financiera de la empresa a septiembre de 2016 está compuesta en un 100% por deuda bursátil, que totaliza de Bs 89,73 millones, cubierto en su totalidad con garantía quirografaria.

Cuadro 6: Obligaciones Vigentes en Bolivianos al 30 de septiembre de 2016					
Detalle	Monto original o de Colocación	Saldos a Capital en moneda de la obligación	(%) Part.	Fecha de Vencimiento	Garantía
BONOS INTI IV - EMISIÓN 1 "SERIE B"	10.605.000	1.633.170		18-jun-17	Quirografaria
BONOS INTI IV - EMISIÓN 1 "SERIE C"	10.605.000	9.707.817		13-jun-18	Quirografaria
BONOS INTI IV - EMISIÓN 1 "SERIE D"	10.605.000	9.856.287		08-jun-19	Quirografaria
BONOS INTI V - EMISIÓN 1 "SERIE A"	13.920.000	13.585.920		16-nov-21	Quirografaria
BONOS INTI V - EMISIÓN 1 "SERIE B"	13.920.000	13.697.280		11-nov-22	Quirografaria
BONOS INTI V - EMISIÓN 1 "SERIE C"	13.920.000	13.729.296		06-nov-23	Quirografaria



Cuadro 6: Obligaciones Vigentes en Bolivianos al 30 de septiembre de 2016					
Detalle	Monto original o de Colocación	Saldos a Capital en moneda de la obligación	(%) Part.	Fecha de Vencimiento	Garantía
BONOS INTI V - EMISIÓN 1 "SERIE D"	13.920.000	13.752.960		31-oct-24	Quirografaria
BONOS INTI V - EMISIÓN 1 "SERIE E"	13.920.000	13.771.056		26-oct-25	Quirografaria
<b>Total Deuda Bursátil</b>		<b>89.733.786</b>	<b>100%</b>		

Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

### Procesos Judiciales, Administrativos o Tributarios

Droguería Inti S.A., no tienen procesos judiciales, administrativos o tributarios a la fecha de análisis.

### Programas para el cuidado del Medio Ambiente

En Septiembre de 2012 el Gobierno Municipal de El Alto ha otorgado a Droguería INTI S.A. el "Certificado de aprobación del Manifiesto Ambiental Industrial y Plan de Manejo Ambiental – Industrias en Operación de Categoría Tres (3)" por haber cumplido con los procedimientos técnico administrativos establecidos para la presentación del Manifiesto Ambiental Industrial y Plan de Manejo Ambiental.

Entre las acciones ambientales que realiza Droguería INTI S.A. se encuentran:

- Proyecto de tratamiento de efluentes:
- Sistema de producción más limpia
- Se realiza el tratamiento de aguas residuales de la empresa, para que las descargas no representen un impacto negativo al medio ambiente.

### 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 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 S.A. Es importante mencionar que el antiguo local ubicado en Socabaya fue vendido.

La nueva planta de producción ubicada en la ciudad el Alto fue construida bajo asesoramiento europeo y su diseño y construcción se adecuan a las normas de GMP<sup>5</sup>, por lo que en el año 2003 recibió dicho certificado por el Ministerio de Salud y Deportes de Bolivia, constituyéndose de esta manera en el 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.

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 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).

Droguería INTI S.A. cuenta con proyectos de expansión como la compra de maquinaria y tecnología para aumentar la capacidad instalada.

<sup>5</sup> Good Manufacturing Practices (Buenas Prácticas de Manufactura).

Las inversiones en activo fijo durante los últimos tres años se resumen en el siguiente cuadro:

Cuadro 7: Inversión Activos Fijos 2014 - 2016			
INVERSIÓN ACTIVOS FIJOS	Precio Bs		
	2014	2015	2016
Total EQUIPO ELECTRONICO	187.350	259.650	31.582
Total EQUIPOS DE COMPUTACIÓN	392.349	1.167.940	426.486
Total EQUIPO DE LABORATORIO	467.136	728.271	159.424
Total MUEBLES Y ENSERES	589.252	259.946	457.771
Total MAQUINARIA DE LABORATORIO	174.435	15.535.471	7.142.781
Total TERRENOS	1.705.200	4.941.600	
Total VEHÍCULO	1.219.517	1.211.040	
<b>TOTAL</b>	<b>4.735.239</b>	<b>24.103.917</b>	<b>8.218.043</b>

Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

En cuanto a las inversiones financieras, Droguería INTI S.A. a la fecha cuenta con un fondo de liquidez por Bs 2.476.443,02 que garantiza a los inversionistas que poseen los títulos de los Bonos Inti IV - Emisión 1. Este fondo es administrado por BNB Valores en inversiones de corto plazo para generar intereses.

En pasadas gestiones se han realizado importantes inversiones, las más representativas relacionadas con maquinaria para la Planta de Producción son las siguientes:

- Maquina Uhlmann blistera por un importe de USD 1.296.963 (neto de IVA). Esta maquinaria ha sido pagada con Flujo de Caja de la Empresa debido a una buena gestión financiera.
- Maquina Uhlmann estuchadora por un importe de USD 625.802 (neto de IVA).

#### Medidas Preventivas

Inti cuenta con una Póliza de seguro, todo riesgo. Adicional a ello cada dos años se presenta un Informe de Ingeniería de Riesgos elaborado por la empresa LEA.

#### Descripción de las Actividades y Comercialización

Las actividades que realiza INTI a lo largo de la cadena productiva es la siguiente:

- Compras e Importaciones (de Materia Prima y Productos Terminados).
- Fabricación, Logística, Promoción a los clientes (Médicos, Farmacéuticos, Consumidores) mediante un equipo de visitadores médicos y vendedores profesionales y a través de medios masivos. 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.
- Distribución, INTI cuenta con la red de distribución en el sector farmacéutico más completa del país, con ocho almacenes regionales en todo el país. Los clientes son en primer lugar las farmacias (con una participación aproximada de 60%), seguidas por el sector público, las clínicas y hospitales privados y licitaciones.

#### Productos

Los principales productos de Droguería INTI S.A., son: MENTISAN (Ungüento mentolado, Jarabes contra la tos, Pastillas contra la tos, Antigripales), la línea VIMIN (diferentes vitaminas y multivitamínicos en diferentes presentaciones), TÓNICO INTI (Jarabe multivitamínico con aminoácidos), PASUMA, FLORESTOR (tratamiento biológico de problemas estomacales), DG 6 (Desinfectante de gran poder), OMEGASTRIN (tratamiento moderno contra las úlceras), NOXOM (tratamiento de vanguardia contra todo tipo de parásitos), SUEROS (Soluciones parenterales de gran volumen), QUEMACURÁN (para el tratamiento de las quemaduras), NUTRILON (Familia de leches infantiles). Es importante destacar, que la mayoría de estos productos, son fabricados en Bolivia con normas GMP y una gran parte de ellos tienen un posicionamiento significativo dentro del segmento de mercado, consolidándose como productos líderes dentro del mismo. La empresa también cuenta con proveedores nacionales e internacionales reconocidos.

Además cabe 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.

## Análisis del Sector

De acuerdo a la auditoria de mercado de IMS Health, a Enero de 2015 Droguería INTI S.A. tiene el 21,5% de participación en el mercado farmacéutico, considera también las ventas por distribución que realiza para la empresa PHARMA INVESTI. Asimismo, de acuerdo a IMS Health, a Enero de 2015, INTI CORP registró un crecimiento de 4,9% en ventas respecto a Enero 2014.<sup>6</sup>

En el Gráfico 2 se detalla la participación de la empresa como la farmacéutica líder en el mercado boliviano.



Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

La competencia más fuerte de INTI son cuatro laboratorios con capitales externos: South American y Bagó Corp. que cuentan con una participación de 11,3 y 10,6% respectivamente, seguidos por Tecnofarma y Recalcine con el 5,8% y 5,1% respectivamente.

Los productos fabricados en Bolivia como línea propia de Droguería INTI, tiene una participación de mercado del 7%, constituyéndose en la línea estrella de la Sociedad, seguido por la línea Nutricia con una participación en el mercado farmacéutico del 3%, cuya representación y licencia es de Droguería INTI S.A.

Por su parte las líneas alemanas Merck S.A. y Beiersdorf cuentan con una participación en el mercado farmacéutico de 2% y 1% respectivamente. Sobre dichas líneas, Droguería INTI S.A. cuenta con la representación y licencia de Merck S.A. y cuenta con la distribución exclusiva de la línea BEIERSDORF.

El restante 3% del posicionamiento de las líneas de Droguería INTI se encuentran constituidos por las líneas Chinoín, Nordmark, Bebelac, B. Braun, Galderma, Pharmandina, Dentinox, Norgine, KIN, Mann, Prosalud y SIT, de las cuales Droguería INTI cuenta ya sea con la Representación, Licencia o Distribución Exclusiva.

## Hechos Recientes del Emisor

- Comunicó que el 27 de octubre de 2016, terminó de pagar el último Cupón de los Valores de Titularización de Contenido Crediticio Inti-Nafibo 006 Serie INN-TD-U1J, por lo tanto, en estricto cumplimiento a las cláusulas Décima Octava (Liquidación del Patrimonio Autónomo) y Vigésima Quinta (Procedimiento de Liquidación del Patrimonio Autónomo) de la Escritura Pública de Contrato de Cesión Irrevocable de Derechos Sobre Flujos Futuros para la constitución del Patrimonio Autónomo Inti-Nafibo 006, para fines de Titularización, Administración y Representación que suscribe Nafibo Sociedad de Titularización S.A. actualmente BDP Sociedad de Titularización S.A. y la empresa Droguería inti S.A., inició el Proceso de Liquidación del mismo.
- Droguería Inti S.A. comunicó sus Compromisos Financieros al 30 de septiembre de 2016:
  - Relación Pasivo Financiero / Patrimonio Neto (RDP)  
RDP Comprometido <= 3,0000
  - Razón Activo Corriente / Pasivo Corriente (RC)

<sup>6</sup> Datos a enero de 2015, última información disponible a la fecha del informe.

RC Comprometido  $\geq$  1,1000

Al 30 de septiembre de 2016:

RDP = 0,2415

RC = 3,0813

- Comunicó que el 24 de septiembre de 2015, la Gerencia General determinó el pago de Dividendos a los Accionistas de Droguería Inti S.A. correspondiente a la gestión 2014 – 2015. El importe por cada acción es de Bs2.74  
El pago se realizó el 25 de septiembre de 2015.
- Comunicó que la Junta General Ordinaria de Accionistas, de 6 de julio de 2015, determinó aprobar lo siguiente:
  1. Memoria-Informe correspondiente al ejercicio de la Gestión 2014-2015.
  2. Estados Financieros de la Gestión 2014/2015.
  3. Informe de los Auditores Externos.
  4. Informe del Síndico.
  5. Resultados de la gestión, distribuidos de la siguiente manera:
    - Utilidad de la Gestión Bs36.927.606,00
    - Reserva Legal (5%) Bs1.846.380,00
    - Pago dividendo a Accionistas Bs4.800.000,00
    - A Resultados Acumulados Bs30.281.226,00
  6. Delegar al Directorio el nombramiento de los Auditores Externos para la próxima gestión.
  7. Que por el periodo de 3 años el Directorio este conformado por las siguientes personas:
    - Directores
      - Friedrich Klaus Ohnes Tanzer
      - Fernando Anker Arteaga
      - Mario Lema Ruiz
    - Síndico
      - Miguel Fredy Apt Brofman

## **Análisis Financiero**

Para la elaboración del análisis se utilizaron Estados Financieros auditados correspondientes a las gestiones 2012 a 2016 y Estados Financieros internos a septiembre 2016.

### **Análisis del Balance General**

Los activos de Droguería INTI han tenido un crecimiento constante en el transcurso de los últimos cinco años. A marzo 2012 presentó un total activo de Bs 365,78 millones, cifra que se incrementó a una tasa compuesta anual de 12,98% por gestión, hasta totalizar Bs 595,98 millones el último cierre, marzo de 2016.

El incremento se registró principalmente en los activos corrientes que presentaron un incremento a una tasa compuesta de 16,92% explicado por el comportamiento del capital de trabajo, un mayor volumen de ventas a lo largo de las gestiones de estudio se vio acompañado por mayores necesidades de este fondo de maniobra. Por otro lado, el activo no corriente creció a una tasa compuesta del 6,52% y entre sus cuentas, los activos fijos se incrementaron a una tasa compuesta 6,59% entre el 2012 y 2016.

Los pasivos presentaron un comportamiento de crecimiento más reducido, a una tasa compuesta de 5,40% durante los cinco últimos años, este crecimiento se influyó por el pasivo corriente que creció a una tasa compuesta a 5,32%, y del pasivo no corriente que creció del 5,49%.

Por otra parte, el patrimonio durante el periodo histórico de análisis (2012-2016) se incrementó a una tasa compuesta de 18,89%, explicado principalmente por el incremento de capital, los resultados de la gestión y los resultados acumulados.

**Gráfico 3****Gráfico 4**

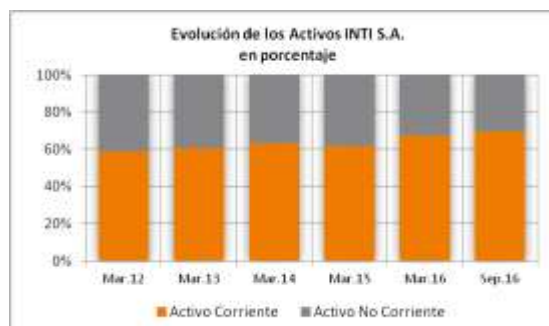
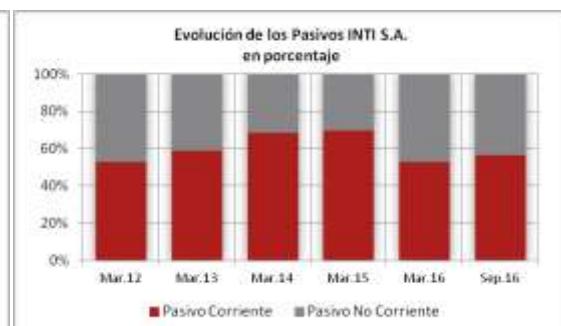
Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

### Calidad de Activos y Pasivos

A septiembre de 2016, el total activo creció en 5,55% en relación al valor registrado en el anterior cierre de gestión (marzo 2016), por el incremento del activo corriente (8,94%), principalmente por las inversiones a corto plazo, cuentas por cobrar comerciales, inventarios y gastos pagados por anticipado. En cambio el activo no corriente disminuyó en 1,48%.

El activo corriente representa el 69,60% (Bs 437,83 millones) del activo total, lo que muestra que la empresa tiene un importante nivel de operaciones en el corto plazo. El activo corriente se encuentra compuesto mayormente por inventarios, representando el 35,72% del total del activo, el siguiente componente más representativo del activo circulante son las cuentas por cobrar comerciales, que a septiembre de 2016 representó 11,23% del total del activo.

El activo no corriente de la Sociedad, a fines de septiembre de 2016, representó el 30,40% (Bs 191,20 millones) del activo total, y está compuesto principalmente por los activos fijos que representan el 28,79% del total activo a esa fecha.

**Gráfico 5****Gráfico 6**

Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

Los pasivos de la Sociedad a septiembre 2016, experimentaron un crecimiento de 6,14% respecto a marzo 2016, alcanzando Bs 253,01 millones, este aumento se debe principalmente a los pasivos de corto plazo.

A septiembre 2016, el pasivo corriente alcanzó la cifra de Bs 142,53 millones, esta cuenta representa el 22,66% del total de los pasivos y patrimonio, con respecto a marzo 2016 aumentó en 13,94% resultado del incremento en las cuentas: deudas comerciales y deudas diversas. La más representativa son las deudas comerciales, que representa 16,35%, del total pasivo y patrimonio.

Por otra parte, a septiembre 2016, el pasivo no corriente registró Bs 110,48 millones y disminuyó en 2,47% con relación a marzo 2016, provocado principalmente por la disminución de la cuenta bonos a largo plazo, que representan el 13,25% del total pasivo y patrimonio.

La deuda financiera al 30 de septiembre de 2016 fue Bs 90,81 millones, la cual está compuesta por Bs 7,46 millones de la parte corriente y Bs 83,35 millones de la parte no corriente. Alcanzando en su conjunto 35,89% sobre el pasivo total, como se puede observar en el siguiente gráfico, el principal financiador de las operaciones de la empresa son los créditos de proveedores.

**Gráfico 7**



Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

### Patrimonio

En septiembre de 2016, la estructura de capital de la empresa totalizó Bs 629,03 millones con 59,78% de participación del patrimonio en la misma y el restante 40,22% por pasivos.

Respecto al anterior cierre de gestión, marzo 2016, el patrimonio neto se incrementó en 5,15%, alcanzando al 30 de septiembre de 2016 un valor de Bs 376,02 millones, crecimiento dado principalmente por el incremento del capital social. El patrimonio se encuentra compuesto en su mayoría por el capital social en 48,48% respecto al total pasivo y patrimonio.

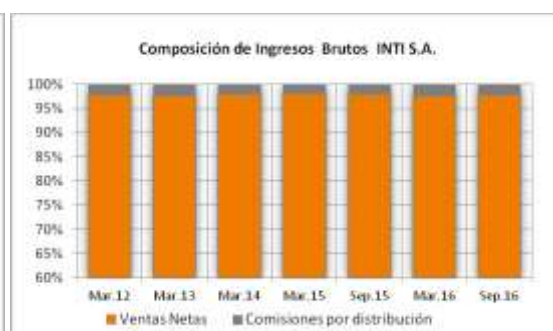
### Análisis del Estado de Resultados

Durante los últimos cinco años (2012-2016) los ingresos de INTI han presentado una tendencia creciente, llegando a incrementar a una tasa compuesta de 14,00%. A septiembre de 2016 los ingresos a 12 meses totalizaron Bs 547,08 millones, mostraron un incremento de 18,33% con respecto a las ventas de septiembre de 2015. Los ingresos están representados por venta de productos y por comisiones de distribución a Pharma Invest, esta comisión, a septiembre de 2016, representa un 2,18% del total de los ingresos.

**Gráfico 8**



**Gráfico 9**



Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

A septiembre de 2016, el costo de ventas a 12 meses es 12,19% mayor en relación a septiembre de 2015. El costo de ventas representa el 52,18% de las ventas brutas. La utilidad bruta a septiembre de 2016 (12 meses) ascendió a Bs 272,50 millones, superior en 25,23% a la registrada a septiembre de 2015.

A septiembre de 2016, los gastos operacionales a 12 meses ascendieron a Bs 214,51 millones, de los cuales, el 80,02% están representados por los gastos de comercialización, el 10,72% por gastos administrativos y el 8,96% corresponde a gastos por impuestos y patentes municipales de funcionamiento y el 0,30% cargos por incobrabilidad. Los gastos operacionales a 12 meses se incrementaron respecto al septiembre anterior en 15,45%. Por otro lado, el resultado operativo a 12 meses llegó a Bs 57,98 millones; 82,38% mayor al registrado en septiembre de 2015. Finalmente, la Sociedad alcanzó una utilidad neta a 12 meses de Bs 57,02 millones, mayor en 87,18% a la utilidad registrada una gestión anterior (septiembre 2015).

## Análisis de Indicadores de Relevancia

En el siguiente gráfico se puede observar el comportamiento del apalancamiento patrimonial, en el transcurso del periodo analizado (2012-2016), los ratios pasivo total/patrimonio y deuda financiera/patrimonio, mostraron que la empresa ha sido capaz de ir mejorando su solidez patrimonial. A septiembre 2016 se registró un ratio de pasivo total/patrimonio de 0,67 veces, igual al nivel registrado al cierre de marzo 2016 (0,67 veces). La relación de deuda financiera sobre el patrimonio disminuyó a septiembre de 2016, registrándose 0,24 veces.

**Gráfico 10**



Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

Respecto a los indicadores de cobertura, se puede evidenciar que la Sociedad es capaz de cubrir tanto sus deudas a corto plazo como las de largo plazo. A septiembre de 2016 la cobertura de cargos financieros con el EBITDA (a 12 meses), alcanzó 9,28 veces. Por otro lado, el cálculo del ratio EBIT a gastos financieros (a 12 meses), fue de 6,92 veces a septiembre de 2016. Estos índices aumentaron respecto a septiembre de 2015, debido al considerable aumento del EBITDA y EBIT en 57,52% y 82,38% respectivamente.

Los gastos financieros a septiembre de 2016 (12 meses), alcanzaron Bs 8,38 millones, registrando un mayor nivel (41,44%) respecto a septiembre de 2015, cuando alcanzó un total de Bs 5,92 millones.

**Gráfico 11**



**Gráfico 12**



Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

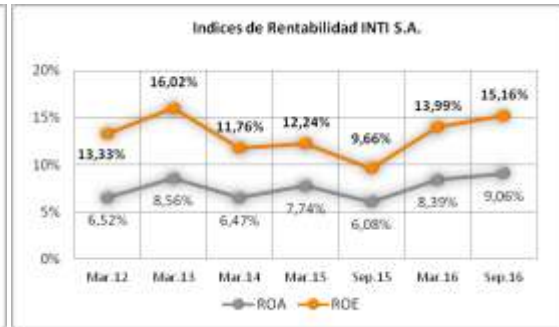
A septiembre de 2016, la sociedad cuenta con buenos índices de solvencia, la razón de deuda financiera a EBITDA (a 12 meses) registra un valor de 1,17 años, asimismo la relación del pasivo no corriente a EBITDA (a 12 meses) es de 1,42 años. Por otro lado, la razón pasivo total a EBITDA es 3,25 años, este ratio deja observar la alta participación de deuda comercial en la estructura financiera de la empresa, casi triplicando el tiempo necesario para la cobertura solo de deudas financieras, este indicador a septiembre de 2016 disminuyó, con relación a septiembre de 2015, debido al incremento del EBITDA.

Los márgenes de rentabilidad operativa y neta a septiembre de 2016 (12 meses), se incrementaron respecto los registrados en septiembre de pasada gestión, este aumento ha sido el resultado de mayores ingresos por ventas. A septiembre de 2016 se registró un margen bruto a 12 meses, de 49,81%, 2,75 puntos porcentuales mayores al margen registrado a septiembre de 2015. El margen operativo a 12 meses fue de 10,60%, mayor al registrado en septiembre de 2015 y el margen neto a 12 meses se ubicó en 10,42%, presentando un incremento de 58,19%, respecto a septiembre 2015.

**Gráfico 13**



**Gráfico 14**

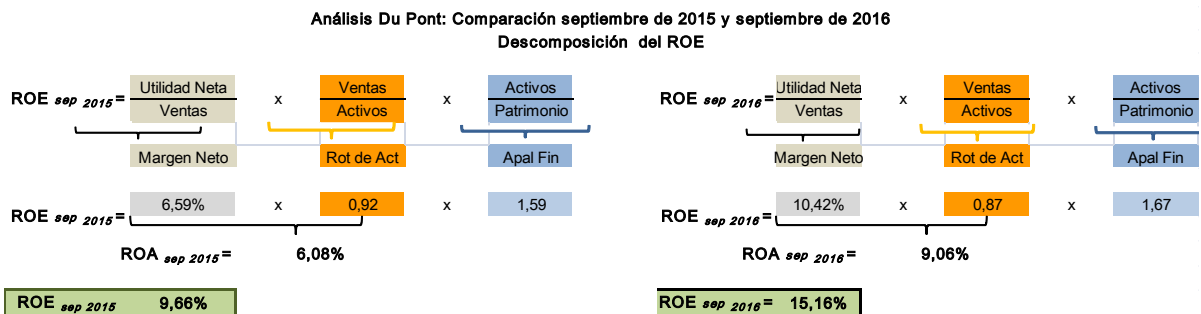


Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

La rentabilidad sobre los activos (ROA) para septiembre de 2016 (12 meses), registró un valor de 9,06%, mayor al registrado en similar período de 2015, debido al mayor crecimiento de la utilidad neta en relación al crecimiento del activo. La rentabilidad sobre activos operacionales, es de 11,15% a septiembre de 2016 (12 meses).

La rentabilidad sobre el patrimonio (ROE) a 12 meses, también muestra cifras mayores con relación a septiembre de 2015, debido a un mayor rendimiento neto a septiembre de 2016, obteniéndose un ROE de 15,16%. Según análisis Du Pont a septiembre de 2016 existe un mayor ROE debido principalmente al aumento del margen neto, ya que, el apalancamiento financiero tuvo un leve incremento y la rotación de activos fue menor respecto a septiembre de 2015.

**Gráfico 15**



Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

La razón de liquidez general registró a septiembre de 2016 un valor de 3,07 veces, levemente menor al índice registrado a marzo de 2016 (3,21 veces), sin embargo es la liquidez necesaria para el tamaño de inventarios con lo que la empresa opera. Además, este índice es mayor al promedio de los últimos 5 años: 2,40 veces. La prueba ácida a septiembre de 2016 es 1,50 veces, menor al registrado a marzo de 2016 (1,55 veces). La empresa cuenta con capital de trabajo Bs 295,30 millones, durante el periodo analizado.

**Gráfico 16**



**Gráfico 17**



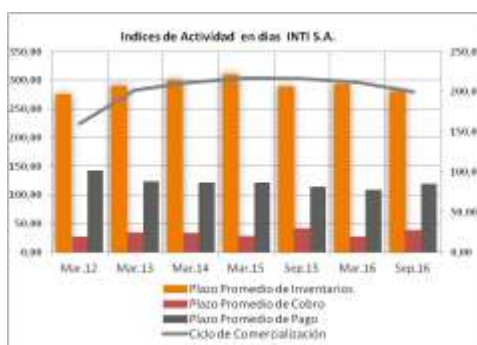
Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR



Los indicadores de actividad durante el periodo de análisis (2012 – 2016), presentaron un comportamiento estable, con resultados muy favorables para la sociedad en los cierres de gestión. El plazo promedio de cobro en este periodo alcanzó 31 días, el plazo promedio de pago un promedio de 124 días, por lo tanto, se observa que la sociedad presenta un holgado calce entre los plazos de cobro y pago. Por otro lado, el plazo promedio de inventarios se registra en 294 días y ciclo de efectivo promedio en 201 días.

A septiembre de 2016, los plazos promedio también presentan un comportamiento favorable para la Sociedad, el plazo promedio de cobro y el plazo promedio de pago alcanzaron resultados de 39 y 120 días respectivamente. Por otro lado, el plazo promedio de inventarios se registra en 281 días y ciclo de efectivo promedio en 200 días.

**Gráfico 18**



Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

## Proyecciones Financieras

PCR determina que los supuestos bajo los cuales se realizaron las proyecciones financieras comprendidas entre las gestiones 2017 al 2028, así como la relación con el desarrollo histórico de la empresa presentan criterios aceptables.

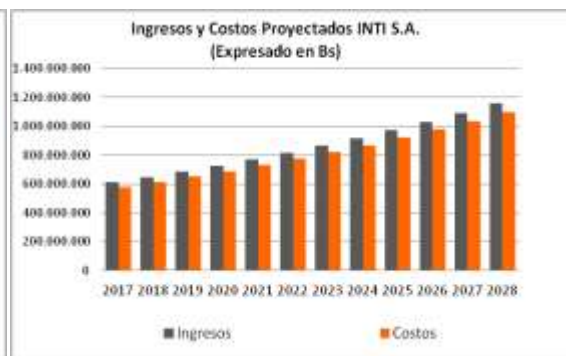
Los ingresos totales de la empresa provienen de las ventas nacionales, exportaciones, ventas por licitación, ventas por maquila, ventas por distribución, ventas por corporación y comisiones obtenidas por la comercialización de otros productos. En el Gráfico siguiente se puede observar la estructura de ingresos de la empresa y la participación de cada una de las líneas anteriormente mencionadas dentro del total ingreso de la empresa.

La línea de ingresos que presenta mayor ponderación son las ventas nacionales la cual presenta una participación promedio del 77% del total ingresos, seguida por ventas distribución con una participación promedio del 10%, ventas por licitación con una participación del 8%, el resto de las líneas de negocio representan el 5% de participación.

**Gráfico 19**



**Gráfico 20**



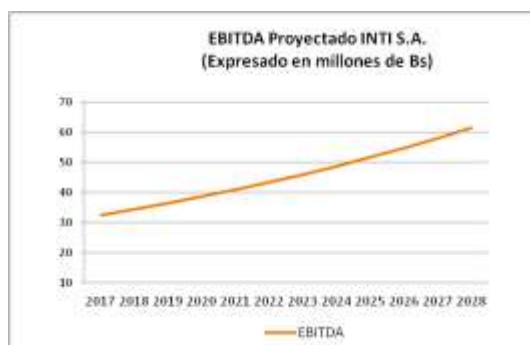
Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

En los últimos cinco años INTI presentó una tasa crecimiento compuesta anual de 14,00% en el total de sus ingresos. Tomando en cuenta el nivel de crecimiento histórico la empresa proyectó un crecimiento del 6% de los ingresos durante el tiempo de vida de la emisión. A marzo de 2017 los ingresos registran Bs 685,99 millones y a marzo de 2028 alcanzarían Bs 1.158,96 millones.

Los costos operativos de la empresa se calcularon en base los egresos operativos proyectados de su flujo de caja original, en tanto de acuerdo al nivel de crecimiento establecido los costos operativos marzo de 2017 llegarían a Bs 649,61 millones y a marzo de 2028 a Bs1.097,51 millones. Estos costos alcanzaron en promedio un nivel de 95% respecto al ingreso total de la empresa.

Como se puede observar en el gráfico siguiente, durante el periodo proyectado la empresa muestran una tendencia creciente del EBITDA, que alcanza en promedio Bs 45,51 millones.

**Gráfico 21**



Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

**Flujo de Caja Proyectado**

Cuadro 10: Flujo de Caja Proyectado 2017-2028 (En Bs)												
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Flujo de caja operativo	101.973.318	34.315.717	36.374.660	38.557.140	40.870.568	43.322.802	45.922.170	48.677.500	51.598.150	54.694.039	57.975.682	61.454.223
Flujo de caja del periodo	65.884.254	(44.627.866)	(51.946.422)	(1.403.098)	(5.119.353)	(879.908)	(2.929.187)	874.160	3.490.867	360.013	3.942.804	10.589.184
Flujo de caja neto	166.508.375	121.880.509	69.934.086	68.530.989	63.411.635	62.531.728	59.602.541	60.476.700	63.967.568	64.327.581	68.270.384	78.859.568

Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

El flujo de caja operativo de la empresa se muestra positivo durante todo el periodo proyectado (2017-2028) y registra un nivel promedio de Bs 51,31 millones. Durante la gestión 2017, INTI programa el desembolso de una emisión de bonos por Bs 69.600.000.

En tanto, después de realizar el pago de los gastos financieros y amortizaciones de capital, el flujo de caja del periodo presenta resultados negativos en varias gestiones, sin embargo se puede observar que el flujo de caja neto es positivo en todos los años proyectados y muestra que la empresa es capaz de cubrir los gastos y pago de pasivos correspondientes a cada periodo.

**Gráfico 22**



**Gráfico 23**



Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

En cuanto a la composición del flujo financiero se puede observar que durante los primeros tres años de la proyección (2016-2020) predomina la participación de las amortizaciones de capital de la deuda bancaria y de la emisión 1 - Bonos INTI IV y en los años posteriores las amortizaciones de capital de la emisión 1 - Bonos INTI V, para finalmente los tres últimos años predominar la amortización de capital de Bonos INTI VI.

### Indicador de Cobertura

En el siguiente gráfico se muestra la evolución del ratio de cobertura, como se puede observar este indicador mantiene un buen nivel durante la proyección y alcanza un promedio de 8,94 veces. Cabe destacar que los últimos dos años de proyección el ratio de cobertura aumenta considerablemente debido a la disminución de la deuda financiera.

**Gráfico 24**



Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR

## Anexo 1

INTI S.A. Cuadro Resumen							
(En miles de bolivianos)	Mar.12	Mar.13	Mar.14	Mar.15	Sep.15	Mar.16	Sep.16
<b>Balance General</b>							
Disponible	33.006,90	21.094,46	34.392,10	20.134,21	32.208,44	100.624,12	34.966,35
Cuentas por Cobrar Comerciales	28.299,78	36.776,94	37.610,82	31.988,85	46.643,24	45.439,00	70.652,90
<b>Activo Total</b>	<b>365.777,48</b>	<b>406.661,97</b>	<b>463.638,35</b>	<b>477.264,86</b>	<b>500.689,41</b>	<b>595.978,75</b>	<b>629.028,23</b>
Activo Corriente	215.034,60	245.275,89	292.732,91	294.082,58	316.670,69	401.910,16	437.833,22
Activo No Corriente	150.742,88	161.386,08	170.905,43	183.182,28	184.018,72	194.068,59	191.195,01
Activo Corriente Prueba Ácida	87.254,89	87.861,34	111.428,15	85.564,06	119.243,72	193.923,37	213.130,33
<b>Pasivo Total</b>	<b>193.159,77</b>	<b>189.353,29</b>	<b>208.543,61</b>	<b>175.596,17</b>	<b>185.507,46</b>	<b>238.367,12</b>	<b>253.011,92</b>
Pasivo Corriente	101.679,68	110.772,25	142.496,46	121.709,96	129.589,52	125.087,43	142.529,15
Pasivo No Corriente	91.480,09	78.581,04	66.047,16	53.886,21	55.917,94	113.279,70	110.482,77
Patrimonio	178.967,94	217.308,72	255.094,73	301.668,69	315.181,95	357.611,63	376.016,31
Deuda Financiera	62.228,91	66.978,14	69.629,10	38.756,16	52.857,91	97.479,96	90.814,91
Deuda Financiera a Corto Plazo	6.296,21	19.933,02	32.917,02	10.931,66	22.142,20	10.002,77	7.465,00
Deuda Financiera a Largo Plazo	55.932,70	47.045,12	36.712,08	27.824,50	30.715,71	87.477,19	83.349,91
<b>Estados de Resultados (12 meses)</b>							
Tota Ingresos Brutos	300.985,20	338.250,09	399.881,95	439.359,01	462.347,03	508.316,82	547.081,69
<i>Ventas Netas</i>	<i>294.146,36</i>	<i>330.245,33</i>	<i>391.406,40</i>	<i>431.092,99</i>	<i>452.943,79</i>	<i>495.837,38</i>	<i>534.579,51</i>
<i>Comisiones por distribución</i>	<i>6.838,84</i>	<i>8.004,76</i>	<i>8.475,55</i>	<i>8.266,02</i>	<i>9.403,23</i>	<i>12.479,44</i>	<i>12.502,18</i>
Costos de Ventas	161.533,22	179.122,91	206.200,89	229.595,50	244.750,29	259.003,69	274.585,69
Utilidad Bruta	139.451,98	159.127,18	193.681,06	209.763,51	217.596,73	249.313,13	272.496,00
Gastos Operativos	109.104,46	122.342,89	159.455,48	178.009,15	185.804,20	199.305,33	214.512,82
Utilidad Operativa (EBIT)	30.347,52	36.784,29	34.225,58	31.754,36	31.792,53	50.007,79	57.983,18
EBITDA	40.506,48	49.439,67	48.843,66	48.018,57	49.364,50	68.898,38	77.757,03
Gastos Financieros	6.209,48	5.918,44	6.589,44	6.021,14	5.922,72	7.075,93	8.377,29
Utilidad Neta	23.851,87	34.816,17	29.994,95	36.927,61	30.462,30	50.019,80	57.020,24
<b>Indicadores</b>							
<b>Endeudamiento</b>							
Pasivo Total/Activo Total	0,53	0,47	0,45	0,37	0,37	0,40	0,40
Patrimonio/Activo Total	0,49	0,53	0,55	0,63	0,63	0,60	0,60
Pasivo Total/Patrimonio	1,08	0,87	0,82	0,58	0,59	0,67	0,67
Deuda Financiera/Patrimonio	0,35	0,31	0,27	0,13	0,17	0,27	0,24
Deuda Financiera/Pasivo Total	0,32	0,35	0,33	0,22	0,28	0,41	0,36
<b>Solvencia</b>							
Deuda Financiera/EBITDA	1,54	1,35	1,43	0,81	1,07	1,41	1,17
Pasivo Total/EBITDA	4,77	3,83	4,27	3,66	3,76	3,46	3,25
Pasivo No Corriente/EBITDA	2,26	1,59	1,35	1,12	1,13	1,64	1,42
<b>Rentabilidad</b>							
Margen Bruto	46,33%	47,04%	48,43%	47,74%	47,06%	49,05%	49,81%
Margen Operativo	10,08%	10,87%	8,56%	7,23%	6,88%	9,84%	10,60%
Margen Neto	7,92%	10,29%	7,50%	8,40%	6,59%	9,84%	10,42%
ROA	6,52%	8,56%	6,47%	7,74%	6,08%	8,39%	9,06%
ROAP	7,33%	9,62%	7,34%	8,59%	6,76%	9,43%	11,15%
ROE	13,33%	16,02%	11,76%	12,24%	9,66%	13,99%	15,16%
<b>Cobertura</b>							
EBIT/Gastos Financieros	4,89	6,22	5,19	5,27	5,37	7,07	6,92
EBITDA/Gastos Financieros	6,52	8,35	7,41	7,97	8,33	9,74	9,28
EBITDA+AC Pb. Ac./GF+Deuda Finan. CP	10,22	5,31	4,06	7,88	6,01	15,39	18,36
EBITDA+Cap. Trab./GF+Deuda Finan. CP	12,30	7,12	5,04	13,00	8,42	20,24	23,55
<b>Liquidez</b>							
Liquidez General	2,11	2,21	2,05	2,42	2,44	3,21	3,07
Prueba Ácida	0,86	0,79	0,78	0,70	0,92	1,55	1,50
Capital de Trabajo	113.354,92	134.503,63	150.236,46	172.372,61	187.081,17	276.822,74	295.304,07
<b>Actividad</b>							
Plazo Promedio de Inventarios	275,24	290,57	299,79	309,86	288,91	293,48	280,56
Plazo Promedio de Cobro	27,59	35,11	33,95	28,91	41,71	27,80	39,13
Plazo Promedio de Pago	142,29	123,45	121,65	121,69	114,25	109,39	119,72
Ciclo de Comercialización	160,55	202,23	212,09	217,08	216,37	211,88	199,97

Fuente: Droguería Inti / Elaboración: PCR