

INFORME DE CALIFICACIÓN

# CERVECERIA NACIONAL DOMINICANA C. por A.

Enero 2009

[www.feller-rate.com.do](http://www.feller-rate.com.do)

*Los informes de calificación elaborados por Feller Rate son publicados anualmente. La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información. Es importante tener en consideración que las calificaciones de riesgo de Feller Rate no son, en caso alguno, una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado título, valor o póliza de seguro. Si son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que esta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.*

*Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.*

CERVECERIA NACIONAL DOMINICANA C. por A.

SOLVENCIA	A+
PERSPECTIVAS	Estables

Contactos: Oscar Mejías. Fono: (562) 757-0482  
Valeria García. Fono: (562) 757-0486

Calificaciones

Solvencia y Bonos

Diciembre de 2007

A

Diciembre de 2008

A+

FUNDAMENTACION

El alza en la calificación de solvencia de Cervecería Nacional Dominicana C. por A. (CND) a "A+" desde "A" responde principalmente a la progresiva disminución del nivel de endeudamiento de la empresa, acorde con las expectativas de Feller Rate. La decisión considera, adicionalmente, que los indicadores crediticios se han mantenido relativamente estables, pese al impacto en la generación de Ebitda de condiciones de mercado menos favorables y de presiones de costos experimentadas en 2008.

La calificación asignada a CND refleja su sólido perfil de negocios, una estructura de costos competitiva a nivel mundial, una diversificada base de clientes y marcas bien posicionadas; y una amplia y eficiente red de distribución. En contrapartida, la calificación de la empresa se ve restringida por los riesgos asociados a una industria competitiva, su sensibilidad al ciclo económico de República Dominicana (RD).

CND es líder en los mercados de cerveza y malta en RD, con participaciones de mercado del orden del 90% y 60%, respectivamente. Sus ingresos están concentrados en la venta de cerveza en el mercado local, la que representa el 90% de los ingresos totales.

La compañía es controlada por E. León Jiménez C. por A. (ELJ), que posee el 83,5% de la propiedad. El Grupo León es uno de los conglomerados más importantes en RD.

En 2007, los ingresos consolidados (\$RD15,6 mil millones) disminuyeron en 6%, reflejando las menores ventas físicas de la industria tras los ajustes de precios realizados por los participantes del mercado ante el alza impositiva experimentada en ese año. La ganancia operacional evolucionó en línea con los ingresos.

Durante los primeros nueve meses de 2008, en tanto, los estados interinos mostraron un aumento de los ingresos consolidados (+3,5%) en comparación con igual periodo del año anterior, asociado principalmente a la recuperación de las ventas físicas respecto de la caída experimentada en 2007.

Sin embargo, durante el periodo, las presiones de costos asociadas a alzas de precios del combustible, envases y materias primas, se sumaron a mayores gastos de ventas, derivando finalmente en una caída de la ganancia operacional, desde RD\$3.066 a RD\$2.235, y en un debilitamiento de los márgenes operativos. Se espera que

la significativa caída experimentada recientemente por el precio del petróleo contribuya a aliviar la presión sobre los márgenes.

La compañía ha seguido históricamente una política financiera conservadora, privilegiando el uso de recursos internos para financiar sus necesidades de inversión. Sin embargo, a fines de 2006, se observó un significativo aumento en el stock de deuda, asociado al financiamiento de la reorganización corporativa de su matriz. Lo anterior, implicó que el *leverage* financiero alcanzara a 2,52x en 2006.

A septiembre de 2008, la deuda financiera de CND alcanzó los RD\$14.757 millones, manteniéndose estable en los últimos 12 meses. No obstante, el fortalecimiento de la base patrimonial asociada a mayores utilidades retenidas se reflejó en una disminución del *leverage* financiero en el periodo desde 1,93x a 1,47x.

Durante el primer trimestre de 2008, la recompra parcial de US\$118,7 millones de bonos colocados en el mercado norteamericano, a través de la emisión de bonos local, permitió a CND reducir en forma significativa su descalce cambiario (~80% de la deuda quedó denominada o indexada al peso dominicano).

A septiembre de 2008, la relación deuda a Ebitda anual y cobertura de gastos financieros netos alcanzaron a 3,3x y 1,9x, respectivamente; experimentando un leve deterioro respecto de igual periodo de 2007, debido a la menor generación de flujos operacionales y, en menor medida, a mayores gastos financieros asociados al refinanciamiento.

La compañía exhibe una situación financiera que le permite cumplir adecuadamente con sus obligaciones, con recursos en caja y equivalentes por \$RD772 millones a septiembre de 2008.

PERSPECTIVAS

Las perspectivas "Estables" asignadas a la calificación de CND responden a su fuerte capacidad de generación de flujos de caja y a su sólida posición competitiva. Asimismo, considera el seguimiento de una política financiera conservadora, que considere el uso de recursos internos para el financiamiento de futuras inversiones, y de dividendos coherente con su capacidad de generación de caja, que le permita continuar reduciendo progresivamente su nivel de endeudamiento.

## CERVECERÍA NACIONAL DOMINICANA

---

### FORTALEZAS Y RIESGOS

#### Fortalezas

- *Posición de liderazgo.* Su posición de liderazgo en los mercados de cerveza y malta en República Dominicana, proporciona a CND una sólida posición competitiva, la que le ha permitido enfrentar con éxito la intensificación de la competencia a partir del 2005, derivada del ingreso de Ambev en el mercado dominicano.
- *Marcas altamente reconocidas y consolidadas.* Las distintas marcas que comercializa la compañía tienen un alto grado de prestigio y reconocimiento, lo que resulta fundamental en productos de consumo masivo como la cerveza. Entre sus principales marcas, destaca "Presidente", marca que –en conjunto con "Presidente Light" y "Bohemia"– cuentan, a octubre de 2008, con una participación de mercado del 87,4% en República Dominicana. Presidente es líder en ventas en el Caribe y cuenta, además, con una importante participación en el consumo de cervezas importadas en los Estados Unidos.
- *Amplia red de distribución.* Un factor clave en la compañía es su capacidad de distribución, donde presenta una muy fuerte posición. Cerca del 70% de los clientes son atendidos por CND en forma directa. Su extensa red y eficiente modelo le permite brindar una atención oportuna, garantizando la disponibilidad y frescura del producto.
- *Eficiente estructura de costos.* La compañía posee una estructura de costos competitiva a nivel mundial, en la que inciden su alto nivel de autoabastecimiento de energía para el proceso productivo y el intensivo uso de envases retornables para la comercialización. Su eficiencia en costos le permite a la compañía obtener márgenes de operación superiores, en promedio, a los de compañías cerveceras internacionales.
- *Cartera de clientes diversificada.* CND cuenta con una cartera de alrededor de 30.00 clientes directos, entre los que predominan los negocios minoristas (colmados). EL universo de clientes supera los 65.000 si se consideran los clientes indirectos atendidos a través de distribuidores mayoristas. Este factor, deriva en una baja concentración relativa de las ventas consolidadas, en las que los 10 mayores clientes concentran menos del 1%.
- *Asociaciones estratégicas.* CND mantiene acuerdos con importantes cerveceras internacionales. En el caso de SabMiller, el acuerdo incluye soporte técnico, el uso de su red de distribución en los Estados Unidos y la distribución de sus marcas en República Dominicana. Por otra parte, Heineken participa de la propiedad. A lo anterior, se suma el acuerdo firmado en julio de 2008 con Barceló Export and Imports C. por A. para la distribución de las marcas de ron Barceló y Siboney, y la marca de cerveza Corona.

#### Riesgos

- *Industria competitiva.* La industria de la cerveza es altamente competitiva. Si bien el caso de CND, su fuerte posición de negocios le ha permitido defender exitosamente su posición de mercado tras la entrada de Ambev en República Dominicana en el 2005.
- *Dependencia al ciclo económico.* A nivel mundial, el consumo de cerveza de la población está estrechamente ligado a las condiciones económicas imperantes. Por tanto, CND está expuesta al ciclo económico de República Dominicana, puesto que su principal fuente de ingresos son las ventas de cerveza realizadas en el mercado local, que representan el 90% de sus ingresos totales.

## CERVECERÍA NACIONAL DOMINICANA

- *Impuestos específicos y restricciones a la venta de alcoholes:* En República Dominicana, al igual que en muchas otras economías, las bebidas alcohólicas están sujetas a impuestos selectivos al consumo. En los últimos años, reformas al Código Tributario, que modificaron el impuesto aplicable a las bebidas alcohólicas, impactaron la demanda de cerveza, producto con una alta elasticidad precio. Adicionalmente, a mediados del 2006, la autoridad estableció restricciones horarias para la venta de bebidas alcohólicas en República Dominicana, restricciones que se flexibilizaron parcialmente durante 2008.

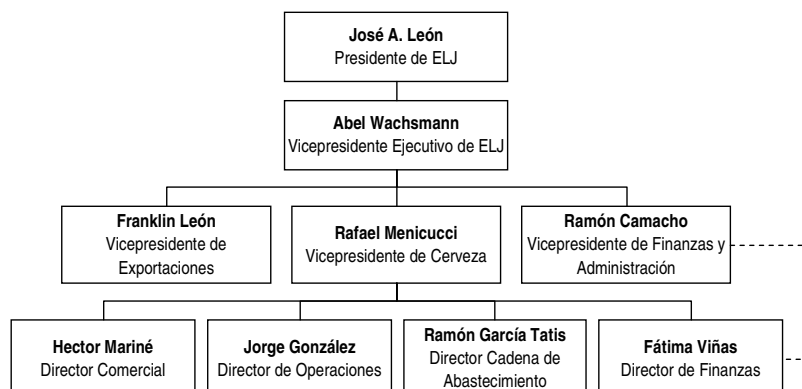
### ESTRUCTURA CORPORATIVA, ADMINISTRACIÓN Y PROPIEDAD

Cervecería Nacional Dominicana C. por A. (CND) fue fundada en 1929 por un consorcio de capitales dominicanos y norteamericanos. Actualmente, su controlador es E. León Jiménez C. por A. (ELJ), que posee su actual participación accionaria, de 83,5%, desde 1986. ELJ es uno de los principales conglomerados en República Dominicana. A fines del 2006, ELJ emprendió una reorganización corporativa con objeto de focalizarse en su negocio principal, la cerveza, y en la producción y comercialización de cigarrillos. Con este fin, el Grupo León dio fin a su asociación con Phillips Morris International (PMI), compañía que hasta ese entonces mantenía un 47,5% en la propiedad de ELJ., a través de su Holding FTRH.

Como resultado de la transacción, ELJ traspasó su participación en el negocio de cigarrillos, traspasando el 100% de su participación en Industria de Tabaco León Jiménez, S.A. y en Agroindustria León Jiménez. A su vez, PMI traspasó la totalidad de sus acciones (47,5%) al Grupo León y a los accionistas minoritarios, eliminándose su participación indirecta en CND (39,7%). Adicionalmente, la operación implicó un pago de equalización por parte de ELJ a PMI por, aproximadamente, US\$427 millones.

El segundo mayor accionista, con un 9% de participación en la propiedad es Heineken, conglomerado de origen holandés, que se sitúa como uno de los mayores productores de cerveza Premium a nivel mundial. El 7,5% restante de la propiedad está en manos de otros accionistas minoritarios.

### Estructura administrativa – Principales ejecutivos



## CERVECERÍA NACIONAL DOMINICANA

---

### POSICION COMPETITIVA

CND es la compañía cervecera líder en el mercado dominicano y en el Caribe, contando, además, con una importante presencia en los Estados Unidos.

La compañía posee una capacidad instalada en República Dominicana de 4,4 millones de hectolitros anuales, distribuida entre sus plantas: CND, con una capacidad de 3,9 millones de hectolitros, y Cervecería Bohemia (CBSA), con 0,5 millones de hectolitros de capacidad. Ambas plantas están ubicadas en la ciudad de Santo Domingo.

Los ingresos de la compañía están concentrados en las ventas de cerveza en el mercado local, que representan el 90% de sus ingresos consolidados. El porcentaje restante corresponde a las ventas de malta en RD y a exportaciones, dirigidas principalmente a Estados Unidos y El Caribe y, a contar de 2006, a Europa.

CND cuenta con un portafolio de reconocidas marcas: Presidente, Bohemia, Miller, Ambar, The One, Malta Morena, Löwenbräu y Smirnoff Ice.

A octubre de 2008, las marcas Presidente, Presidente Light y Bohemia contaban, en forma combinada, con una participación de mercado en volumen de un 87,4% en República Dominicana. En el mismo periodo, Malta Morena y Löwenbräu alcanzaron una participación del orden del 60% en el mercado de maltas dominicano.

La fuerte posición de mercado de CND le ha permitido defender exitosamente su posición de liderazgo, pese a la entrada de Ambev al mercado dominicano en el 2005.

### **Exportaciones**

Las exportaciones de la compañía representan, aproximadamente, un 5,5% de los ingresos consolidados.

A comienzos de la década de los 90 CND ingresó al mercado norteamericano, a través de su marca, Presidente. Desde entonces, se ha observado una positiva evolución de las ventas en dicho mercado. Presidente, es actualmente la tercera marca de cerveza importada más vendida en Miami y cuarta en el estado de Florida en los Estados Unidos. Asimismo, la marca Presidente es la cerveza líder en ventas en el Caribe.

### **Políticas de crédito**

Aproximadamente, un 70% de las ventas se realizan a crédito, los que duran entre 8 y 15 días promedio. Un eficiente proceso de cobranza le permite a CND exhibir una bajo nivel de cuentas vencidas, las que representan menos del 2% de las cuentas por cobrar.

### **Amplia y eficiente red de distribución**

Un 70% de las ventas se realiza en forma directa a los clientes finales, a través de su propia red de distribución; en tanto el 30% restante, que corresponde a los clientes de menor tamaño, se realiza por medio de distribuidores mayoristas.

El sistema de distribución de CND cuenta con 18 rutas primarias, que van desde las plantas hasta los centros de distribución, y 412 rutas secundarias, que van desde los centros de distribución hasta los clientes.

## CERVECERÍA NACIONAL DOMINICANA

---

El contar con una red de distribución propia permite a CND asegurar la disponibilidad y frescura de los productos, así como el otorgar una adecuada atención al cliente.

### **Diversificada base de clientes**

CND posee una amplia y bien diversificada base de clientes, compuesta, principalmente, por negocios minoristas (colmados). Este factor, deriva en una baja concentración relativa de las ventas consolidadas, en las que los 10 mayores clientes concentran menos del 1%.

### **Fuerte posición de costos**

La compañía posee una estructura de costos competitiva a nivel mundial, a la que contribuyen la amplia cobertura de su sistema de distribución directa, su alto nivel de autoabastecimiento de energía para el proceso productivo y el intensivo uso de envases retornables para la comercialización. Su eficiencia en costos le permite a la compañía obtener márgenes de operación superiores, en promedio, a los de compañías cerveceras internacionales.

En su planta principal, CND, que concentra cerca del 90% del volumen de producción, la compañía cuenta con una planta co-generadora de energía, la que le permite un 100% de autoabastecimiento.

Por otra parte, cerca del 90% de las botellas son recicladas, en tanto, cerca del 60% del volumen vendido corresponde a envases plásticos retornables.

## INDUSTRIA, MARCO NORMATIVO Y LEGAL

### **Industria de la cerveza en República Dominicana**

El mercado de cerveza en República Dominicana se estima actualmente en cerca de 3,8 millones de hectolitros, equivalente a un consumo anual en torno a 39 litros per cápita, ocupando el sexto lugar a nivel latinoamericano.

El sector es dominado ampliamente por CND, que posee, a octubre de 2008, una participación de mercado combinada de las marcas Presidente, Presidente Light y Bohemia de 87,4%.

Ambev es el segundo actor del mercado, que ingresó al mercado dominicano el año 2005. Su principal marca es Brahma. Ambev ha orientado progresivamente sus productos hacia los segmentos de más bajo precio, donde CND no participa.

El precio de la cerveza tiende a estar fuertemente correlacionado con la inflación. Asimismo, la evolución de los precios refleja el impacto de cambios impositivos que han afectado a la cerveza y otras bebidas alcohólicas en los últimos años.

### **Impuestos específicos y restricciones al consumo de bebidas alcohólicas en República Dominicana**

Al igual que en muchas economías, en República Dominicana, la venta de bebidas alcohólicas está sujeta a impuestos específicos. En la última década, una serie de cambios impositivos han afectado el consumo de cerveza. En el 2004 se introdujo el impuesto selectivo específico, el cual fijaba un impuesto en base al contenido alcohólico con una tasa mayor para cerveza y menor para las demás bebidas, el cual se iría igualando en el tiempo. Luego, en Diciembre del 2006, se eliminó el concepto

## CERVECERÍA NACIONAL DOMINICANA

de desmonte gradual y se introdujo un impuesto específico Advalorem, además de incluir ambos impuestos selectivos en la base de cálculo del ITBIS. En julio de 2007, la autoridad aprobó la ley de reducción de tasas para el sector de bebidas alcohólicas, que implica una reducción del impuesto Advalorem desde el 15% al 7,5%.

El consumo de bebidas alcohólicas se ha visto también afectado por el establecimiento por parte de la Autoridad de un límite horario para el consumo de bebidas alcohólicas en República Dominicana, a partir de mediados del 2006.

### SITUACIÓN FINANCIERA

A continuación se presenta un resumen con las principales cifras e indicadores de Cervecería Nacional Dominicana C. por A.

#### Principales cifras e indicadores Cervecería Nacional Dominicana C. por A.

	(Cifras en millones de \$RD)					
	2004	2005	2006	2007	Sep-08	Sep-07
Ventas Totales	13.165	13.738	16.550	15.592	11.448	11.061
Ganancia Operacional	3.556	3.500	4.334	3.648	2.235	3.066
Margen Ebitda <sup>(*)</sup> (%)	31,4	32,9	32,3	30,7	27,4	33,6
Gastos Financieros Netps	137	110	50	-2.138	-1.781	-1.672
Activos	11.618	11.498	30.642	29.308	28.237	26.062
Caja y Equivalentes	1.096	1.164	2.001	1.061	772	1.325
Pasivos	2.804	2.820	21.700	19.173	18.181	18.395
Pasivos Financieros	0	0	14.424	14.892	14.757	14.822
Patrimonio	8.792	8.677	8.263	10.134	10.057	7.666
Leverage	0,39	0,32	3,79	1,89	1,81	2,13
Leverage Financiero	0	0	2,52	1,50	1,47	1,93
Ebitda <sup>(*)</sup> / Gastos Financieros Netos	--	--	--	2,2	1,9	2,2
Pasivo Fin./ Ebitda <sup>(*)</sup>	0	0	2,7	3,1	3,3	

(\*) Beneficio antes de impuestos, depreciación y gastos financieros.

#### Resultados y márgenes

Su posición de líder en costos y su eficiente estructura de costos le han permitido a CND exhibir márgenes robustos y superiores en promedio a los exhibidos por compañías cerveceras internacionales.

En el periodo de análisis, se observa una evolución positiva de las ventas hasta el 2006. Sin embargo, durante 2007, un alza en los impuestos selectivos aplicables a las bebidas alcohólicas derivó en una caída de las ventas y el consumo de cerveza a nivel nacional. Lo anterior se reflejó, en una disminución de los ingresos consolidados de CND (-6%), en 2007, los ingresos consolidados los que alcanzaron a \$RD15,6 mil millones. La ganancia operacional evolucionó en línea con los ingresos.

Durante los primeros nueve meses de 2008, en tanto, los estados interinos mostraron un aumento de los ingresos consolidados (+3,5%), en comparación con igual periodo del año anterior, asociado principalmente a la recuperación de las ventas físicas respecto de la caída experimentada en 2007.

Sin embargo, durante el periodo, las presiones de costos asociadas a alzas en los precios del combustible, envases y materias primas, se sumaron a mayores gastos de ventas, derivando finalmente en una caída de la ganancia operacional, desde RD\$3.066 a RD\$2.235, y en un debilitamiento de los márgenes operativos.

Se espera que la significativa caída experimentada recientemente por el precio del petróleo contribuya a aliviar la presión sobre los márgenes operativos.

## CERVECERÍA NACIONAL DOMINICANA

---

### **Estructura de capital y flexibilidad financiera**

La compañía ha seguido, históricamente, una política financiera conservadora, privilegiando el uso de recursos internos para financiar sus necesidades de inversión. Sin embargo, a fines de 2006, se observó un significativo aumento en el stock de deuda de CND, asociado al financiamiento de la reorganización corporativa de su matriz. Lo anterior, implicó que el *leverage* financiero alcanzara a 2,52x en 2006.

Adicionalmente, la compañía realizó durante 2006 un reparto de dividendos extraordinarios por US\$ 109 millones, evento también asociado a la reorganización corporativa, lo que implicó el reparto de ganancias retenidas y no distribuidas, con la consiguiente disminución del patrimonio.

A septiembre de 2008, la deuda financiera de CND alcanzó los RD\$14.757 millones, manteniéndose estable en los últimos 12 meses. No obstante, el progresivo fortalecimiento de la base patrimonial asociada a utilidades retenidas se reflejó en una disminución del *leverage* financiero en el periodo desde 1,93x a 1,47x.

Durante el primer trimestre de 2008, la recompra parcial de US\$118,7 millones de los bonos colocados en el mercado norteamericano, a través de la emisión de bonos en el mercado local, permitió a CND reducir en forma significativa su descalce cambiario, quedando más del 80% de la deuda denominada o indexada al peso dominicano.

A septiembre de 2008, la relación deuda a Ebitda anual y el indicador Ebitda sobre gastos financieros netos alcanzaron a 3,3x y 1,9x, respectivamente; experimentando un leve deterioro respecto de igual periodo de 2007, que obedece a la menor generación de flujos operacionales del periodo y, en menor medida, a mayores gastos financieros asociados al refinanciamiento.

La compañía exhibe una situación financiera que le permite cumplir adecuadamente con sus obligaciones, con recursos en caja y equivalentes por \$RD772 millones a septiembre de 2008.

Se estima que las inversiones, focalizadas en reforzar la fuerza de ventas y en reemplazos de flota, bordearán los US\$25 millones durante 2009. Feller Rate espera que la inversión sea financiada con recursos internos, de manera que no generar presión sobre sus indicadores de solvencia.