

INFORME DE CALIFICACIÓN

Cervecería Nacional Dominicana C. por A.

Enero 2010

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

	Diciembre de 2007	Diciembre de 2008	Diciembre de 2009
Solvencia y Bonos	A	A+	A+

FUNDAMENTACION

La calificación asignada a la solvencia y los bonos de 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 y su sensibilidad al ciclo económico de República Dominicana (RD) y su exposición al riesgo de tasa de interés.

CND es líder en los mercados de cerveza y malta en RD, con participaciones de mercado aproximadas al 87% y al 66%, respectivamente. Sus ventas –de las que cerca del 90% corresponde a cervezas– están concentradas en el mercado local, que representa más del 90% de los ingresos consolidados.

Durante 2009, las ventas consolidadas alcanzaron los \$RD16.426 millones, manteniéndose prácticamente estables respecto de 2008, periodo con respecto al que registraron una variación de 0,7%. La evolución de las ventas refleja las condiciones menos propicias para el consumo durante 2009 ante la crisis financiera internacional y la alta base de comparación, considerando el mayor consumo durante 2008 asociados a las elecciones presidenciales.

En igual periodo, se observó una leve disminución de los márgenes operativos –presionados fundamentalmente por mayores gastos de comercialización– con un margen Ebitda que alcanzó a 27,5%, en comparación con el 28,7% exhibido en 2008.

Al cierre de 2009, la deuda financiera de CND alcanzó los RD\$14.548 millones, manteniéndose prácticamente estable desde 2006, ocasión en que alcanzó los \$RD14.424. Sin embargo, el sostenido fortalecimiento de la base patrimonial de la compañía, asociado fundamentalmente a mayores utilidades acumuladas, se ha reflejado en una gradual pero sostenida disminución del *leverage* financiero, que alcanzó a 1,33 veces en diciembre de 2009, desde 1,75 veces en 2006.

A diciembre de 2009, en tanto, la cobertura de gastos financieros netos y la relación pasivo financiero a Ebitda anual se mantuvieron prácticamente estables en 2,2x y 3,2x, respectivamente, respecto de diciembre 2008.

En agosto de 2009, la compañía suscribió un acuerdo de compra con Royal Unibrew S/A por la participación

y control que esta última mantenía en sus operaciones de aguas, gaseosas, malta y cerveza ubicadas en San Vicente, Antigua y Dominica. La compra involucra un monto de US\$31 millones, que será financiado en primera instancia por la suscripción de un crédito puente bancario por US\$40 millones (incluye US\$9 millones para capital de trabajo), y contempla el posterior financiamiento a través de una emisión de bonos corporativos. En opinión de Feller Rate, la transacción no tiene un impacto significativo en el perfil financiero de la compañía, considerando el bajo monto relativo de la emisión en comparación con la base patrimonial y capacidad de generación flujos de CND.

CND exhibe una posición de liquidez que le permite cumplir adecuadamente con sus obligaciones financieras, con recursos en caja y equivalentes por \$RD2.104 millones a diciembre de 2009.

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 privilegie el uso de recursos internos para el financiamiento de futuras inversiones, y de dividendos coherente con su capacidad de generación de caja. En particular, Feller Rate espera no se produzcan incrementos significativos de deuda en el corto plazo, adicionales al asociado al financiamiento de la compra de las operaciones de Royal Unibrew S/A.

Resumen Financiero Consolidado

(Cifras en millones de \$RD)

	2006	2007	2008	2009
Activos Totales	30.643	29.308	29.290	29.455
Pasivo Exigible	21.700	19.173	18.929	18.533
Pasivos Financieros	14.424	14.892	14.395	14.548
Patrimonio	8.263	10.135	10.360	10.921
Gastos Financieros Netos	50	-2.138	-2.179	-2.021
Ventas Totales	16.550	15.592	16.305	16.426
Ebitda	5.474	5.025	4.682	4.510
Margen Ebitda (%)	33,1	32,2	28,7	27,5
Rentabilidad Patrimonial (%)	44,7	34,2	18,0	15,7
Leverage (veces)	2,71	1,89	1,83	1,70
Leverage Financiero (veces)	1,75	1,47	1,39	1,33
Ebitda/ Gtos. Fin. Netos (veces)	--	2,3	2,1	2,2
Pasivo Fin./ Ebitda (veces)	2,6	3,0	3,1	3,2
Liquidez Corriente (veces)	0,37	1,48	1,43	1,48

CERVECERÍA NACIONAL DOMINICANA

HECHOS RELEVANTES

- *Consolidación de las operaciones productivas en la planta de CND.* En septiembre de 2009, la compañía consolidó sus instalaciones productivas en la planta de CND. La planta, con una capacidad de producción de 3,9 millones hectolitros anuales, cuenta actualmente con las holguras necesarias para afrontar el crecimiento en el mediano plazo. La planta de Cervecería Bohemia (CBSA) se mantendrá como centro de ventas y distribución. Se estima que la operación permitirá a CND ahorros de costos anuales del orden de los US\$8 millones.
- *Acuerdo de compra con Royal Unibrew S/A.* En agosto de 2009, la compañía suscribió un acuerdo de compra con Royal Unibrew S/A por la participación y control que esta última mantenía en sus operaciones de aguas, gaseosas, malta y cerveza ubicadas en San Vicente, Antigua y Dominica. La operación se enmarca en la estrategia de crecimiento de la compañía.

La transacción, por un monto de US\$31 millones de dólares, implica la adquisición por parte de CND de un 76.5% de Saint Vincent Brewery Ltd, un 93% de Antigua Brewery Ltd., el 75% of Antigua PET Plant Ltd. y el 58% de Dominica Brewery & Beverages Ltd.

La compra involucra un monto de US\$31 millones, que será financiado en primera instancia por la suscripción de un crédito puente bancario por US\$40 millones (incluye US\$9 millones para capital de trabajo), y contempla el posterior financiamiento a través de una emisión de bonos corporativos. En opinión de Feller Rate, la transacción no tiene un impacto significativo en el perfil financiero de la compañía, considerando el bajo monto relativo de la emisión en comparación con la base patrimonial y capacidad de generación flujos de CND.

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", "Presidente Light", "Bohemia" y "Bohemia Light". A diciembre de 2009, CND contaba con una participación en el mercado de cervezas de RD del orden del 87%. Presidente es líder en ventas en el Caribe y cuenta, además, con 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 74% 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

CERVECERÍA NACIONAL DOMINICANA

compañías cerveceras internacionales. Adicionalmente, se estima que la reciente consolidación de sus operaciones en la planta de CND, permitirá alcanzar mayores eficiencias operacionales.

- *Cartera de clientes diversificada.* CND cuenta con una cartera de alrededor de 37.00 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.
- *Asociaciones estratégicas.* CND mantiene acuerdos con la cervecera internacional SabMiller, acuerdo que incluye soporte técnico, el uso de su red de distribución en los Estados Unidos y la distribución de sus marcas en República Dominicana. Adicionalmente, CND mantiene un acuerdo 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 más del 90% de sus ingresos totales.
- *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, ADMINISTRACION Y PROPIEDAD

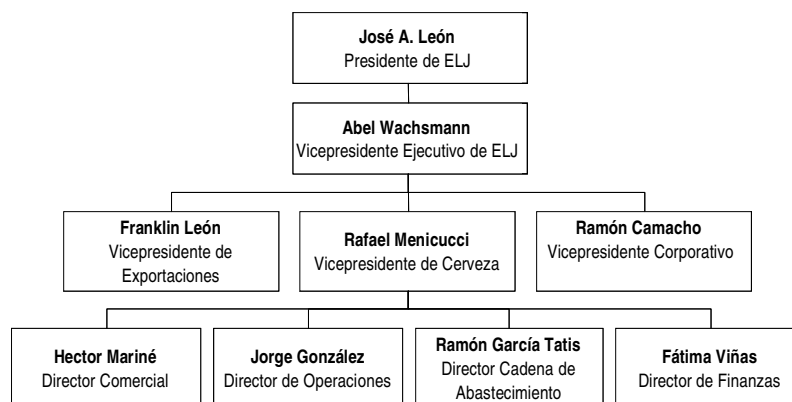
Cervecería Nacional Dominicana C. por A. (CND) fue fundada en 1929 por un consorcio de capitales dominicanos y norteamericanos. Actualmente, su controlador es E. León Jiménes C. por A. (ELJ), que posee su actual participación accionaria, de 83,5%, desde 1986. ELJ es uno de los principales conglomerados 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 el 100% de su participación en Industria de Tabaco León Jiménes, S.A. y en Agroindustria León Jiménes a PMI. A su vez, PMI traspasó la totalidad de sus acciones (47,5%) al Grupo León, eliminándose su participación indirecta en CND (39,7%). Adicionalmente, la

CERVECERÍA NACIONAL DOMINICANA

operación implicó un pago de equalización por parte de ELJ a PMI por, aproximadamente, US\$427 millones.

Estructura administrativa – Principales ejecutivos



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 millones de hectolitros anuales, en la planta de CND ubicada en la ciudad de Santo Domingo. En septiembre de 2009, la empresa concentró sus operaciones productivas en la planta de CND, dejando la planta de Cervecería Bohemia (CBSA), que contaba con una capacidad de producción de 0,5 millones de hectolitros de capacidad, exclusivamente como centro de ventas y distribución.

Los ingresos de la compañía están concentrados en las ventas de cerveza en el mercado local, que representan del orden del 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 Europa.

CND cuenta con un portafolio de reconocidas marcas: Presidente, Bohemia, Miller, Ambar, The One, Exotonic, Corona, Malta Morena, Löwenbräu, Barceló y Siboney.

A noviembre de 2009, las marcas Presidente, Presidente Light, Bohemia y Bohemia Light contaban, en forma combinada, con una participación de mercado en volumen cercana al 87% en República Dominicana. En el mismo periodo, la compañía alcanzó una participación del orden del 66% 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% de los ingresos consolidados.

A comienzos de la década de los 90 CND ingresó al mercado norteamericano, a través de su marca, Presidente. Presidente, es actualmente la tercera marca de cerveza importada más vendida en Miami y cuarta en el estado de Florida en los

CERVECERÍA NACIONAL DOMINICANA

Estados Unidos. Asimismo, la marca Presidente es la cerveza líder en ventas en el Caribe.

Políticas de crédito

Aproximadamente, dos tercios de las ventas se realizan a crédito, los que duran entre 8 y 14 días promedio. Un eficiente proceso de cobranza le permite a CND exhibir un bajo nivel de cuentas incobrables, las que representan menos del 3% 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 451 rutas secundarias, que van desde los centros de distribución hasta los clientes.

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 6%.

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.

CND 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.

CERVECERÍA NACIONAL DOMINICANA

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.

	<i>(Cifras en millones de \$RD)</i>				
	2005	2006	2007	2008	2009 (**)
Ventas Totales	13.738	16.550	15.592	16.305	16.426
Var. Vtas. 12 meses (%)	4,4	20,5	-5,8	4,6	0,7
Margen Ebitda ⁽¹⁾ (%)	30,5	33,1	32,2	28,7	27,5
Ebitda	4.186	5.474	5.025	4.682	4.510
Var. Ebitda 12 meses (%)	0,7	30,8	-8,2	-6,8	-3,7
Ingresos (Gastos) Fin. Netos	110	50	-2.138	-2.179	-2.021
Utilidad	3.945	3.696	3.467	1.867	1.709
Margen Neto (%)	28,7	22,3	22,2	11,4	10,4
Rentabilidad Patrimonial (%)	45,5	44,7	34,2	18,0	15,7
Rentabilidad Activos (%)	34,3	12,1	11,8	6,4	5,8
Activos	11.498	30.643	29.308	29.290	29.455
Caja y Equivalentes	1.164	2.001	1.061	992	2.104
Pasivos	2.820	21.700	19.173	18.929	18.534
Pasivos Financieros	0	14.424	14.892	14.395	14.548
Patrimonio	8.678	8.263	10.135	10.360	10.921
Leverage (vc)	0,32	2,71	1,89	1,83	1,70
Leverage Financiero (vc)	0	1,75	1,47	1,39	1,33
Ebitda ⁽¹⁾ / Gtos. Fin. Netos (vc)	--	--	2,3	2,1	2,2
Pasivo Fin./ Ebitda ⁽¹⁾ (vc)	0	2,6	3,0	3,1	3,2
Liquidez (vc)	1,53	0,37	1,48	1,43	1,48
Test Ácido (vc)	1,07	0,30	0,89	0,77	0,92

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

(**) Datos a diciembre 2009 corresponden a estados financieros interinos. Cifras del Estado de Resultados acumuladas en 12 meses, en base a los Estados Financieros interinos de marzo, junio, septiembre y diciembre.

Resultados y márgenes

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

Durante 2009, las ventas consolidadas alcanzaron los \$RD16.426 millones, manteniéndose prácticamente estables respecto de 2008, periodo con respecto al que registraron una variación de 0,7%. La evolución de las ventas refleja las condiciones menos propicias para el consumo durante 2009 ante la crisis financiera internacional y la alta base de comparación, considerando el mayor consumo durante 2008 asociados a las elecciones presidenciales.

En igual periodo, se observó una leve disminución de los márgenes operativos presionados fundamentalmente por mayores gastos de comercialización con un margen Ebitda que alcanzó a 27,5%, en comparación con el 28,7% exhibido en 2008.

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 2,7x en 2006.

Adicionalmente, la compañía realizó durante 2006 un reparto de dividendos extraordinarios por US\$ 110 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.

CERVECERÍA NACIONAL DOMINICANA

Al cierre del ejercicio 2009, la deuda financiera de CND alcanzó los RD\$14.548 millones, manteniéndose prácticamente estable desde 2006, ocasión en que alcanzó los \$RD14.424. Sin embargo, el sostenido fortalecimiento de la base patrimonial de la compañía, asociado fundamentalmente a mayores utilidades acumuladas, se ha reflejado en una gradual pero sostenida disminución del *leverage* financiero, que alcanzó a 1,31 veces en diciembre de 2009, desde 1,75 veces en diciembre de 2006.

A diciembre de 2009, en tanto, la cobertura de gastos financieros netos y la relación pasivo financiero a Ebitda anual se mantuvieron prácticamente estables en 2,2x y 3,2x, respectivamente, respecto de diciembre 2008.

En agosto de 2009, la compañía suscribió un acuerdo de compra con Royal Unibrew S/A por la participación y control que esta última mantenía en sus operaciones en El Caribe. La compra involucra un monto de US\$31 millones, que será financiado en primera instancia por la suscripción de un crédito puente bancario por US\$40 millones (incluye US\$9 millones para capital de trabajo), y contempla el posterior financiamiento a través de una emisión de bonos corporativos. En opinión de Feller Rate, la transacción no tiene un impacto significativo en el perfil financiero de la compañía, considerando el bajo monto relativo de la emisión en comparación con la base patrimonial y capacidad de generación flujos de CND.

CND exhibe una posición de liquidez que le permite cumplir adecuadamente con sus obligaciones financieras, con recursos en caja y equivalentes por \$RD2.104 millones a diciembre de 2009.