

INFORME DE CALIFICACIÓN

CERVECERIA NACIONAL DOMINICANA C. por A.

Diciembre 2007

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.



CALIFICADORA DE RIESGO

CERVECERIA NACIONAL DOMINICANA C. por A.

SOLVENCIA	A
PERSPECTIVAS	Estables

Contactos: Hector Salcedo. Fono: (809) 566-8320
Valeria Garcia. Fono: (562) 757-0486

Calificaciones

	Diciembre de 2006	Diciembre de 2007
Solvencia	-	A

FUNDAMENTACION

La calificación “A” asignada a la solvencia de Cervecería Nacional Dominicana C. por 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. Considera, por otra parte, los riesgos asociados a una industria competitiva, su exposición al ciclo económico de República Dominicana y un importante descalce cambiario, derivado de ingresos expresados mayoritariamente en pesos dominicanos y una proporción importante de las obligaciones financieras denominada en dólares.

CND es líder en los mercados de cerveza y malta en República Dominicana (RD), con participaciones cercanas al 93% y 63%, respectivamente. Posee un portafolio de marcas reconocidas y bien posicionadas, entre las que destaca Presidente. Sus ventas están concentradas en el mercado local, que representa el 95% de sus ingresos consolidados, de las cuales, un 90% corresponde a cervezas. No obstante, sus exportaciones, dirigidas a Estados Unidos, el Caribe y, a contar del 2006, Europa, han mostrado una evolución creciente en los últimos años.

Un factor clave en la compañía es su fuerte capacidad de distribución. Cerca del 70% de los clientes son atendidos en forma directa. Su extensa red y eficiente modelo le permite brindar una atención oportuna, garantizando la disponibilidad y frescura del producto. CND cuenta con una cartera de más de 65.000 clientes, entre los que predominan los negocios minoristas (colmados). Este factor deriva en una baja concentración relativa de las ventas consolidadas, en las que los 10 mayores clientes representan solo el 2%.

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

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 del 2006, se observó un significativo aumento de su nivel de endeudamiento, que alcanzó a 3,8 veces el patrimonio en diciembre de 2006, si bien se redujo a 2,3x a septiembre de 2007, se mantiene elevado.

Si bien con un nivel de operación mucho menor, la compañía exhibe márgenes de operación superiores en

promedio a los de compañías cerveceras internacionales. En contrapartida, la compañía mantiene un elevado nivel de endeudamiento y ajustadas coberturas financieras en comparación con sus pares extranjeras. Sin embargo, Feller Rate espera que la sólida capacidad de generación de flujos operacionales de CND, en conjunto con el seguimiento de políticas financiera y de dividendos más conservadoras permitirán ir reduciendo progresivamente el nivel de endeudamiento en los próximos periodos y fortalecer sus indicadores de solvencia. Asimismo, un próximo refinanciamiento de pasivos, contemplado para el primer trimestre del 2008, permitirá a la compañía, de concretarse, reducir en forma importante el actual descalce cambiario, dado que parte de la deuda pactada en dólares se traspasaría a la moneda local; disminuyendo la proporción de deuda denominada en dólares desde un 47% a un 17%.

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, reflejan las expectativas de Feller Rate de que las favorables perspectivas de crecimiento para RD continuarán impulsando el consumo de cerveza. Adicionalmente, las perspectivas consideran la disminución del descalce cambiario asociado al refinanciamiento de pasivos, 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 permitan ir reduciendo progresivamente su nivel de endeudamiento.

La evolución futura de la calificación de penderá del cumplimiento de las expectativas anteriormente señaladas.

Resumen Financiero

(Cifras en millones de \$RD)

	2004	2005	2006	2007
Activos Totales	10.038	11.498	27.427	26.062
Pasivo Exigible	2.804	2.820	21.700	18.395
Pasivos Financieros	0	0	14.424	14.822
Gastos Financieros Netos	137,2	109,6	50,1	-1.671,9
Ventas Totales	13.165	13.738	16.550	11.597
Margen Operacional (%)	27,0	25,5	27,5	31,1
Rentabilidad Patrimonial (%)	--	45,5	68,3	38,0
Leverage (veces)	0,4	0,3	3,8	2,3
Ebitda/ Gtos. Fin. Netos (veces)	--	--	--	2,2
Pasivo Fin./ Ebitda (veces)	0	0	2,7	4,1

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”- cuenta, a septiembre de 2007, con una participación de mercado del 73,5% en República Dominicana, 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 más de 65.000 clientes, entre los que predominan los negocios minoristas (colmados). Este factor, deriva en una baja concentración relativa de las ventas consolidadas, en las que los 10 mayores clientes concentran solo el 2%.
- *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.

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 95% de sus ingresos consolidados.
- *Exposición al riesgo cambiario.* CND presenta un importante descalce entre sus ingresos, expresados mayoritariamente en pesos dominicanos, y sus

CERVECERÍA NACIONAL DOMINICANA

obligaciones financieras, derivadas de deuda pactada en dólares norteamericanos.

- *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.

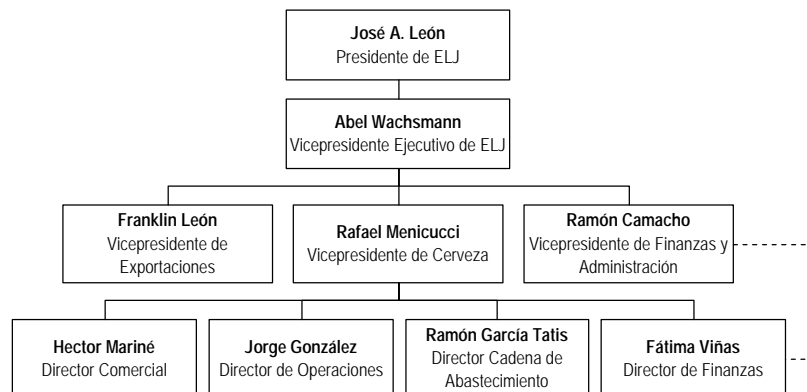
ESTRUCTURA CORPORATIVA, ADMINISTRACION Y PROPIEDAD

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 su participación en el negocio de cigarrillos, traspasando el 100% de su participación en Industria de Tabaco León Jiménes, S.A. y en Agroindustria León Jiménes. 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.

Las ventas de la compañía están concentradas en el mercado local, que representa el 95% de sus ingresos consolidados, de las cuales, un 90% corresponde a cervezas. No obstante, sus exportaciones, dirigidas a Estados Unidos, el Caribe y, a contar del 2006, Europa, han mostrado una evolución creciente en los últimos años.

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

A septiembre de 2007, las marcas Presidente, Presidente Light y Bohemia contaban, en forma combinada, con una participación de mercado de un 92,6% en República Dominicana. En el mismo periodo, Malta Morena y Löwenbräu alcanzaron una participación del 62,8% 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. Están destinadas a los Estados Unidos, el Caribe y, a contar del 2006, a Europa.

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 creciente evolución de las ventas en dicho mercado. Presidente, es actualmente la tercera marca de cerveza importada más vendida 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 80% de las ventas se realizan a crédito, los que duran en promedio, ocho días. Un eficiente proceso de cobranza le permite a CND exhibir una bajo nivel de cuentas vencidas, las que bordean el 1,5% 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 solo el 2%.

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, un 63% del volumen vendido corresponde a envases plásticos retornables.

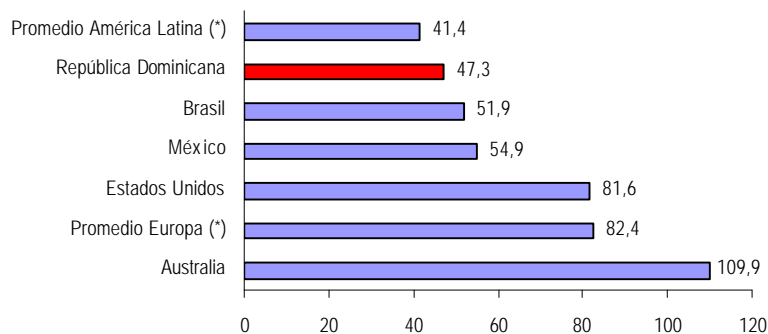
INDUSTRIA, MARCO NORMATIVO Y LEGAL

Industria de la cerveza en República Dominicana

El mercado de cerveza en República Dominicana se estima actualmente en cerca de 3,6 millones de hectolitros, equivalente a un consumo anual en torno a 47 litros per cápita, el cuarto más alto a nivel latinoamericano.

Consumo de cerveza per cápita

(2006, Lts./año)



(*) Selección de países.

CERVECERÍA NACIONAL DOMINICANA

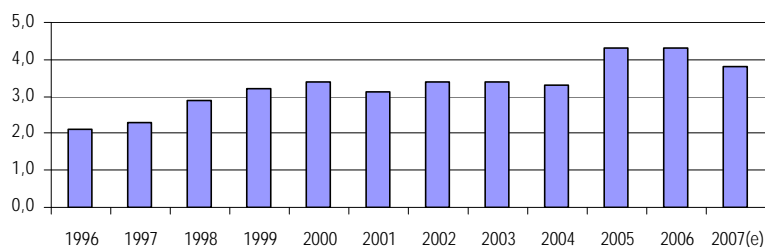
El sector es dominado ampliamente por CND, que posee, a septiembre de 2007, un 93% de participación de mercado.

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, pese a que los años 2005 y 2006 ésta fue menor debido al impacto en precios de la introducción de Ambev en el mercado dominicano. Durante el 2007, los precios en promedio han aumentado en un 25% en comparación con el 2006, reflejando el alza impositiva impulsada por el gobierno en enero del 2007 y la leve reducción en junio del mismo año, ambos cambios se reflejan en los precios.

Evolución del mercado dominicano de cerveza

(Millones de hectolitros)



(e) Estimado
Fuente: CND

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 de desmonte gradual y se introdujo un impuesto específico Advalorem, además de incluir ambos impuestos selectivos en la base de cálculo del ITBIS.

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.

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.

(Cifras en millones de \$RD)

	2004	2005	2006	Sep-07
Ventas Totales	13.165	13.738	16.550	11.597
Margen Operacional	27%	25%	28%	31%
Gastos Financieros Brutos	0	0	-114	-1.783
Activos	10.038	11.498	27.427	26.062
Caja y Equivalentes	1.096	1.164	2.001	1.325
Pasivos	2.804	2.820	21.700	18.395
Pasivos Financieros	0	0	14.424	14.822
Patrimonio	7.234	8.677	5.727	7.666
Leverage	0,4	0,3	3,8	2,4
Leverage Financiero	0	0	2,5	2,0
Ebitda ⁽¹⁾ / Gastos Financieros	--	--	54,3	2,2
Pasivo Fin./ Ebitda ⁽¹⁾	0	0	2,7	4,1
Capex ⁽²⁾	1.425	1.037	1.598	1.229

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

(2) Cifras e Indicador proyectado a diciembre para el año 2007.

Resultados y márgenes

Su posición de líder en costos y su eficiente estructura de costos le han permitido a CND exhibir márgenes robustos y estables durante todo el periodo de análisis.

A los sólidos márgenes, se suma una evolución positiva de las ventas hasta el 2006. Sin embargo, durante el 2007, un alza en los impuestos selectivos aplicables a las bebidas alcohólicas derivaron en una caída de las ventas y el consumo de cerveza a nivel nacional.

Feller Rate espera que los próximos trimestres los márgenes de la compañía se mantengan robustos y que las favorables perspectivas de crecimiento para República Dominicana continúen impulsando el consumo de cerveza y, por ende, las ventas de CND recuperen su positiva tendencia.

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 del 2006, se observó un significativo aumento de su nivel de endeudamiento, asociado al financiamiento de la reorganización corporativa de su matriz, ELJ. La operación implicó para CND adquirir US\$ 470 millones de deuda financiera, a través de un crédito puente por US\$ 270 millones, un crédito sindicado por US\$ 157 millones y un crédito en el mercado local, expresado en pesos dominicanos, equivalente a US\$ 43 millones. El crédito puente fue refinanciado durante el primer trimestre del 2007, a través de la emisión de Bonos 144-A, la que fue clasificada en "B+" por Standard & Poor's. La segunda operación en dólares fue asimismo refinanciada por un crédito indexado a pesos dominicanos.

La proporción remanente de deuda en dólares no indexados a la moneda local generó un importante descalce cambiario, dado que los ingresos de CND están

CERVECERÍA NACIONAL DOMINICANA

expresados mayoritariamente en pesos dominicanos. No obstante, un próximo refinanciamiento de pasivos, contemplado para el primer trimestre del 2008, permitiría a la compañía, de concretarse, reducir en forma importante el actual descalce cambiario, dado que parte de la deuda pactada en dólares se traspasaría a la moneda local; disminuyendo la proporción de deuda en dólares desde un 47% a un 17%.

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

El mayor endeudamiento y la carga financiera asociada unido al pago de dividendos extraordinario se reflejaron un deterioro de los indicadores de solvencia de la compañía. No obstante, la empresa muestra una adecuada posición de liquidez, con un Ebitda cercano a los RD\$5.300 millones (~US\$160 millones) a noviembre de 2007, medido en 12 meses, suficientes para cubrir con holgura los próximos vencimientos de sus obligaciones financieras.

Asimismo, Feller Rate espera que la sólida capacidad de generación de flujos operacionales de CND, en conjunto con el seguimiento de una política financiera y de dividendos más conservadora, le permitirá ir reduciendo progresivamente su nivel de endeudamiento en los próximos periodos y fortalecer sus indicadores de solvencia.

Se estima que la inversión bordee los US\$39 millones durante el 2007 y alcance los US\$ 36 millones en el 2008. Feller Rate espera que la inversión sea financiada con recursos internos, de manera que no implique un deterioro de sus indicadores financieros.

Robustos márgenes pero alto leverage en relación a compañías internacionales

La fuerte capacidad de generación de flujos de caja de la empresa se refleja en márgenes de operación superiores en promedio a los de compañías cerveceras extranjeras. Esta mayor capacidad de generación de flujos es compensada, sin embargo, por un significativo mayor nivel de endeudamiento, lo que determina una cobertura de intereses más ajustada y una relación deuda a Ebitda más elevada.

Indicadores comparativos

	Ambev	SabMiller	CCU	Femsa Cerveza	CND (*)
Ventas (MM US\$)	7.710	10.606	960	3.068	490
Margen Operacional	39%	25%	14%	21%	32%
Leverage financiero	0,5	0,4	0,5	0,8	1,4
Cobertura de intereses	9,1	10,4	14,5	7,0	2,9
Deuda a Ebitda	1,1	1,1	1,4	1,4	2,8

(*) Indicadores a noviembre de 2007, medidos en 12 meses