

Alimentos, bebidas y tabaco
República Dominicana
Reporte de Calificación

Cervecería Nacional Dominicana, S.A.

Calificaciones

Tipo de Instrumento	Calificación
Calificación Nacional Largo Plazo	AA+(dom)
Calificación Nacional Corto Plazo	F-1+(dom)
Bonos por 4.550 MM de pesos	AA+(dom)
Bonos por 286,75 MM de pesos y 23,50 MM de dólares	AA+(dom)
Bonos por 6.750 MM de pesos	AA+(dom)

Datos Financieros

Cervecería Nacional Dominicana		
(MM DOP)	31/12/10	31/12/09
Ventas Netas	17.857	16.426
EBITDA	4.716	4.517
FGO	2.301	1.104
Deuda Total	14.898	14.548
EBITDA/Gastos Fin.	2,63x	2,24x
Deuda Total/EBITDA	3,16x	3,22x

Analistas

Jose Luis Rivas
+58 212 2863232
joseluis.rivas@fitchratings.com
Julio Ugueto
+58 212 2863844
julio.ugueto@fitchratings.com

Reportes Relacionados

- *Corporate Rating Methodology (August 16, 2010)*
- *National Ratings Criteria (January 19, 2011)*

Fundamentos

- La calificación asignada a Cervecería Nacional Dominicana S.A. (CND) está soportada por su sólido posicionamiento en el mercado dominicano de cervezas y maltas, su elevada capacidad de generación de caja en operaciones y su actual estrategia de crecimiento mediante la reciente adquisición de operaciones de bebidas en el área del Caribe. Asimismo, la acción de calificación incorpora los mayores aunque adecuados niveles de apalancamiento, la relativamente baja cobertura de gastos financieros y la alta sensibilidad del consumo de cervezas a variaciones de precios y del nivel de ingresos de la población.
- CND mantiene un sólido posicionamiento en los mercados de cerveza y maltas en República Dominicana, con una participación de mercado actual de 86% y 65%, respectivamente -de acuerdo a información suministrada por la empresa. Dicho posicionamiento ha sido apuntalado por su diversificado portafolio de productos, su amplia red de distribución y su muy atomizada base de clientes.
- La empresa ha logrado mantener una elevada generación de flujo de caja operativo, que le ha permitido soportar su plan de inversiones. La calificación incorpora la estrategia de crecimiento de CND a través de la reciente adquisición de compañías en el área del Caribe. Dicha operación está siendo financiada a través de deuda financiera a un plazo acorde con el período de maduración de la inversión realizada.
- La calificación asignada refleja el actual nivel de apalancamiento de la empresa, así como la relativamente baja cobertura de gastos financieros. A diciembre de 2010, el margen EBITDA se vio afectado por mayores presiones competitivas y por gastos no recurrentes relacionados con la adquisición de operaciones en el Caribe y ejecución de otros proyectos. La relación de deuda total a EBITDA se mantuvo en 3,2 veces, valor relativamente alto aunque compensado por el adecuado perfil de vencimiento.
- La calificación incorpora la alta correlación del consumo de cerveza a variaciones de precios y al nivel de ingreso de la población. Cabe destacar que la demanda de cerveza resulta vulnerable al régimen impositivo aplicado a este tipo de bebidas, siendo que la misma está sujeta a una mayor carga impositiva por litro con relación a otras bebidas alcohólicas lo cual pudiera afectar su consumo tal como ocurrió en el año 2007.

Elementos Claves de la Calificación de Riesgo

La calificación asignada a CND podría impactarse positivamente por un importante incremento del flujo de caja de la empresa en un contexto de mejora del perfil de vencimiento de la deuda financiera. Por su parte, una reducción de los márgenes de la empresa, de su flujo de caja o un mayor apalancamiento producto de un escenario económico adverso o de mayores presiones competitivas, afectaría adversamente el perfil de riesgo de la empresa.

Perfil

La empresa Cervecería Nacional Dominicana, S.A. (CND) inició operaciones en el año 1929, siendo la empresa líder del mercado de cervezas de la República Dominicana. El 83,54% del capital accionario de CND son propiedad de E. León Jimenes, siendo que la compañía cervecera holandesa Heineken mantiene el 9,3%.

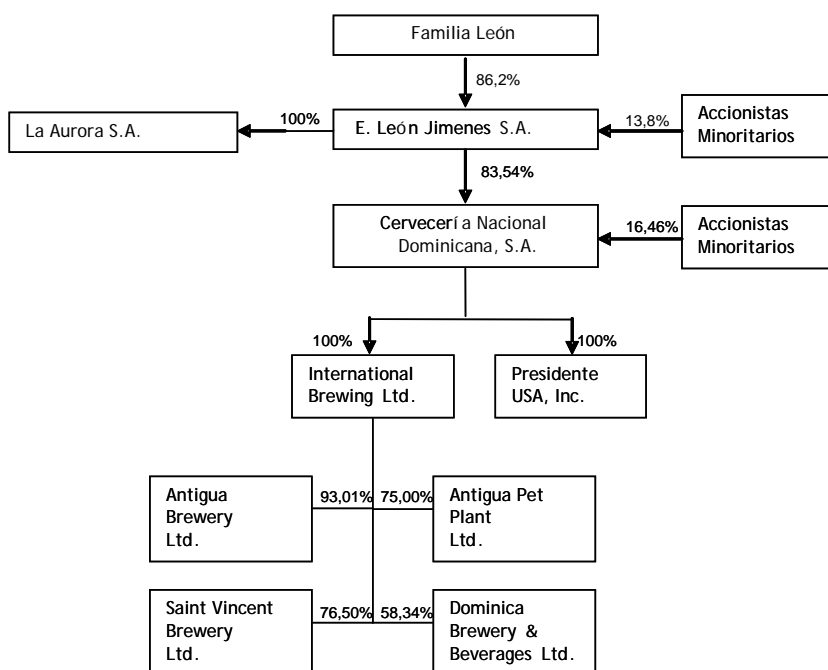
Perfil

La empresa Cervecería Nacional Dominicana, S.A. (CND) inició operaciones en el año 1929, siendo que seis años después introdujo su marca estandarte "Presidente". A lo largo de su historia la empresa ha contado con la asesoría y participación accionaria de compañías reconocidas mundialmente en los sectores de consumo masivo y cervecero como Phillips Morris y Heineken.

CND forma parte del Holding E. León Jimenes (ELJ), uno de los grupos empresariales más grandes de República Dominicana, enfocado fundamentalmente en la fabricación y distribución de bebidas alcohólicas y de cigarrros en el país.

Hasta finales del año 2006, Altria Group (Phillips Morris) mantenía una participación accionaria de 47,53% en ELJ, siendo que ambas empresas suscribieron un acuerdo de reorganización en cual ELJ entregaba su participación en el negocio de cigarrillos a Phillips Morris a cambio de la participación de ésta en ELJ. Adicionalmente, ELJ realizó un pago en efectivo por 427 millones de dólares para compensar la diferencia de valor entre los negocios de cerveza y de cigarrillos objeto de este canje.

Gráfico N° 1. Estructura de Propiedad de CND



Fuente: CND.

Luego de esta reorganización, el 83,54% de las acciones de CND están poseídas por ELJ, siendo que la compañía cervecera holandesa Heineken mantiene el 9,3% del capital de la empresa.

En consonancia con prácticas de buen gobierno corporativo, en julio de 2010 el accionista controlador de CND conformó un nuevo Consejo de Administración compuesto por 11 miembros, seis de los cuales son independientes. El nuevo Consejo tendrá dentro de sus funciones el proveer lineamientos estratégicos y monitorear periódicamente el desempeño de la empresa, creando para tal fin los siguientes comités permanentes: Auditoría, Nombramiento y Retribuciones, y Estrategia y Desempeño.

Presentación de Cuentas: Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados por la firma PriceWaterhouseCoopers, para los años fiscales finalizados el 31 de diciembre del período 2004-2010. Los estados financieros empleados en la preparación del presente informe fueron elaborados de acuerdo a los principios contables aplicables en la República Dominicana y no incluyen el efecto de la inflación.

Operaciones

Los ingresos de la empresa provienen de la manufactura y comercialización de cervezas y maltas en la República Dominicana. Desde su fundación la empresa se ha enfocado en la incorporación de nuevas marcas a fin de alcanzar los diferentes segmentos del mercado. En la actualidad la empresa posee un amplio portafolio de productos dirigido a los diversos segmentos del mercado, teniendo por una parte, el segmento alto constituido por la comercialización de las marcas "Corona" y "Miller". Por otro lado se encuentra el segmento medio constituido por las marcas "Presidente", "Presidente Light" y "The One"; así como, el segmento bajo constituido por la marca "Bohemia" incluyendo el lanzamiento reciente de "Bohemia Light". Igualmente el portafolio de productos está constituido por las Maltas Morena, Lowenbrau y Vita Malt.

En agosto del año 2008, CND suscribió un acuerdo a 10 años con la Barceló Export Import C. por A. (BEICA) con el fin que la primera lleve a cabo la distribución en la República Dominicana de las marcas de ron de la empresa (Barceló y Siboney) y de la cerveza Corona a partir de la referida fecha. Dentro de este acuerdo se establece que CND adicionalmente cubrirá los costos de la campaña publicitaria de las marcas de BEICA. Es importante destacar, que aún cuando este acuerdo significa una mayor diversificación de las ventas de la empresa, alcanzar una considerable participación de mercado en este nuevo producto constituye un reto importante para CND, dado el sólido posicionamiento de la competencia.

El diversificado portafolio de productos de la empresa le ha permitido reducir la volatilidad ante ciclos desfavorables de la economía y mantener un posicionamiento de liderazgo en el mercado dominicano de cervezas (*ver Estrategia y Posición Competitiva*) ya que cubre las necesidades de diversos segmentos de la población dentro de este mercado, en primer lugar en cuanto a nivel de ingresos, a través de la diferenciación de precios de sus marcas, así como por edades y gustos, donde las marca "Light" se dirigen principalmente al segmento joven y las maltas al público adolescente e infantil.

En la actualidad la empresa mantiene asociaciones con reconocidas empresas cerveceras internacionales como SabMiller a través de las cuales CND comercializa las marcas de esta empresa en República Dominicana. De igual manera, CND mantiene un convenio para la producción y comercialización de la malta Lowenbrau en la República Dominicana. Debe destacarse, que desde la década de los años 80, la empresa holandesa Heineken es accionista de CND.

CND posee actualmente una capacidad de producción de 4,7 millones de hectolitros de cerveza y malta, en una planta cuyos procesos cuentan con la certificación ISO 9001 e ISO 14000, siendo que las mismas se caracterizan por un elevado estándar de eficiencia productiva. De acuerdo a información proporcionada por la empresa, CND registra costos variables por hectolitro competitivos respecto al promedio de importantes empresas cerveceras internacionales.

El consumo de cerveza registra una alta correlación con los niveles de actividad económica y por ende con el ingreso real del dominicano, siendo que el volumen de ventas registra principalmente una elevada sensibilidad a los cambios en el nivel de actividad económica. Como consecuencia del incremento de la actividad económica en la República Dominicana durante el final la década de los años 90 y la primera década del siglo actual, el consumo de cerveza ha registrado una importante tasa de crecimiento en

los últimos 10 años, destacando caídas puntuales en los años 2001, 2003, 2007 y 2009, reflejo del descenso de la actividad económica interna y del régimen impositivo. Este comportamiento ha producido que el mercado dominicano de cervezas se haya duplicado en los últimos 10 años, alcanzando cerca de 4,1 millones de hectolitros.

Asimismo la demanda de cervezas muestra una elevada elasticidad precio, dado el relativamente bajo poder adquisitivo del dominicano. En este sentido, la empresa ha mantenido una política de precios conservadora, realizando ajustes cercanos a la inflación, pudiendo ser inferior a ésta en caso de deterioro de las condiciones económicas generales, con el fin de mitigar su sensibilidad al consumo, considerando adicionalmente los menores precios promedio de los productos de la competencia.

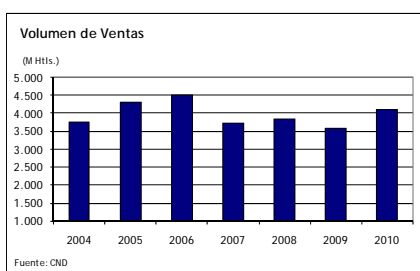
Por otro lado, el régimen impositivo que aplica al consumo de bebidas alcohólicas es otro factor determinante de la demanda de cervezas en la República Dominicana. Durante el período comprendido entre 2004 y 2006, el esquema de impuestos que aplicaba al consumo de cerveza incluía una tasa específica que variaba de acuerdo al contenido alcohólico más un impuesto a las ventas (ITBIS) de 16%. A finales de 2006 se llevó a cabo una modificación al esquema tributario que eliminó el proceso de ajuste (la tasa aplicada a la cerveza no continuará reduciéndose y la de las otras bebidas alcohólicas no seguirá aumentando) y, además, incorporó un nuevo impuesto *ad valorem* de 15% calculado sobre el precio de venta multiplicado por un factor de 1,2 veces, siendo que nuevamente a mediados del año 2007 la tasa *ad valorem* se redujo a 7,5%. De acuerdo con este último esquema impositivo, la cerveza se mantiene sujeta en el país a un mayor impuesto por litro comparado con otras bebidas alcohólicas. Esta mayor carga impositiva determinó el descenso de las ventas de cervezas de la empresa durante el año 2007.

Por su parte, para 2010 el mercado de cervezas en la República Dominicana, medido en hectolitros, registró un aumento de 12,5% respecto al año anterior, de acuerdo a cifras de la Dirección General de Impuestos Internos, reflejo del mayor dinamismo de la economía. Para el caso de CND, durante 2010 el volumen de ventas de cerveza en el mercado local se ubicó en 3,6 millones de hectolitros, equivalente a un incremento de 10,7% respecto a 2009. El volumen de ventas totales ascendió a 4,1 millones de hectolitros, superior en 14,2% al volumen registrado en 2009.

Dados los hábitos de consumo del dominicano y factores climáticos propios del país, la cerveza se ha mantenido como la bebida alcohólica preferida en la República Dominicana. De esta manera, de acuerdo a información suministrada por la empresa, a pesar del impacto adverso del cambio del régimen impositivo sobre el consumo de cerveza en años recientes, ésta se mantiene como la bebida alcohólica preferida. No obstante, es importante destacar que durante los últimos meses ha habido una mayor presencia de productos sustitutos como el vodka pero aun la base es muy pequeña.

En cuanto a su red de distribución, la empresa cuenta con 9 centros de distribución esparcidos a lo largo del país, a través de los cuales se realiza en forma directa un 70% de sus ventas, siendo que el resto se lleva a cabo por medio de mayoristas independientes. A través de su red de distribución la empresa cubre cerca de 66.000 puntos de venta a nivel nacional, lo cual ha implicado que la empresa mantenga una base clientes significativamente atomizada. Por otro lado, en términos geográficos, cerca de la mitad de las ventas se llevan a cabo en la zona de Santo Domingo y el resto en el interior del país, donde la zona del Cibao representa la segunda área de influencia concentrando una quinta parte de las mismas. Asimismo, debe destacarse que un 30% de las ventas se realizan de contado y el resto a crédito a un plazo entre 7 y 15 días, lo cual favorece la generación de caja.

CND ha incursionado en los mercados de exportación, principalmente en la costa este de los Estados Unidos ofreciendo la marca "Presidente" a la comunidad hispana radicada en ese país, así como en las Islas del Caribe. Las exportaciones totalizaron 25,6 millones de



dólares en el 2009, representando el 5,6% de las ventas y constituyendo un monto mayor al promedio registrado en los últimos 3 años. Durante 2010 las exportaciones registraron 24,6 millones de dólares y representaron el 5,1% de las ventas.

En lo referente a la compra de sus materias primas, bienes y servicios, la empresa mantiene un minucioso y eficiente proceso de adquisición, con el objetivo de asegurarse el suministro y la calidad de sus materiales a precios que permitan optimizar sus costos de operación. Para ello ha desarrollado alianzas de corto, mediano y largo plazo con suplidores estratégicos de materias primas, bienes y servicios, con quienes ya han concretado ahorros producto de sinergias encontradas en procesos comunes, optimización de especificaciones y racionalización de la demanda. Semestralmente hacen evaluaciones financieras y operativas de sus proveedores y adicionalmente mantienen una búsqueda constante de nuevas opciones en el mercado que le permitan mantener y/o mejorar la calidad de sus productos. Otros insumos estratégicos como las botellas, cartones y etiquetas son asignados a suplidores a través de licitaciones abiertas que le ha permitido obtener oportunamente estos bienes a mejores precios.

En agosto del año 2009, CND suscribió un acuerdo con Royal Unibrew (RU) para adquirir la participación accionaria en sus operaciones en el Caribe, específicamente en las empresas St. Vincent Brewery (76,5%), Antigua Brewery (93%), Antigua PET Plant (75%), Dominica Brewery (58%), por un monto total de 31 millones de dólares (ver *Desempeño Financiero*). RU es una empresa danesa fabricante de cervezas, maltas, refrescos y agua, con operaciones en Europa y El Caribe. En función del acuerdo, la transferencia de las acciones se llevó a cabo en febrero del año 2010. Debe destacarse que el referido acuerdo incluye la licencia a CND para la producción de la malta Vitamalt® en la República Dominicana, marca líder a nivel mundial en el segmento de maltas Premium, propiedad de RU.

Estas empresas tienen en conjunto una capacidad instalada de 160.000 hectolitros, ventas anuales de cerca de 27,5 millones de dólares y aproximadamente 200 empleados. Asimismo, las operaciones adquiridas poseen un amplio portafolio de marcas y bebidas tanto propias como a través de licencias con Diageo, Heineken y Coca Cola, las cuales mantienen una posición de liderazgo en sus respectivos mercados. Durante el período marzo-diciembre de 2010 las ventas generadas por las operaciones del Caribe totalizaron 22,1 millones de dólares y representaron el 4,6% de las ventas de CND.

Esta transacción está enmarcada dentro de la estrategia de CND de fortalecer su posicionamiento como empresa de bebidas en el área del Caribe, incluir nuevas bebidas a su portafolio y tener acceso al Caribbean Community (Caricom), convirtiéndola adicionalmente en una empresa de mayores dimensiones, lo que generaría importantes sinergias que permitirían optimizar todas las operaciones. Esto le ha permitido potenciar a "Presidente" como marca regional e incrementar sus ventas en el exterior. Por su parte, el Capex requerido para estas empresas se ubicará en 3,5 millones de dólares para este año, constituyendo cerca del 13% de las ventas de las mismas.

Aún cuando este acuerdo representa la diversificación geográfica del negocio de CND, debe destacarse que la actividad económica de las islas donde operan las empresas adquiridas depende en cierta medida del turismo, sector que durante los últimos dos años ha registrado niveles de volatilidad relativamente elevados.

Estrategia y Posición Competitiva

La estrategia de la empresa está orientada fundamentalmente al fortalecimiento del negocio cervecero a través del incremento del valor agregado de las marcas de la empresa, aunado a un fortalecimiento de la relación con los clientes a fin de mitigar las presiones competitivas. Adicionalmente, CND busca proporcionar un mayor desarrollo del mercado de exportación complementado con el reforzamiento de las relaciones con los

socios internacionales de la empresa, así como con la entrada en nuevos mercados a través de adquisiciones.

En términos financieros, la estrategia de CND estará enfocada en la reducción de costos, la optimización del Capex y en el mantenimiento de un balance sólido, complementado con la política de acumular importantes saldos de efectivo para la cobertura de los vencimientos de deuda en 2012.

CND mantiene actualmente un sólido posicionamiento en el mercado cervecero dominicano. A la fecha la empresa concentra un 85,8% del mercado de cerveza de la República Dominicana, siendo que el resto del mercado es cubierto prácticamente por la empresa Ambev principalmente a través de su marca "Brahma". Ambev ingresó en el sector cervecero dominicano en 2005 con precios similares al de la cerveza "Presidente" (marca clasificada dentro del segmento medio del mercado de CND). Sin embargo en la actualidad mantiene una estrategia de penetración de mercado basada en el mantenimiento de precios bajos, incluso con relación a los de las marcas de más bajo precio de CND, lo cual le ha restado flexibilidad a ésta última para ajustar precios.

No obstante, CND ha basado su estrategia en un importante posicionamiento, diferenciación y diversificación de su portafolio de marcas, lo cual aunado a una efectiva distribución de inversión en las mismas han permitido mitigar parcialmente las presiones competitivas por parte de su principal competidor.

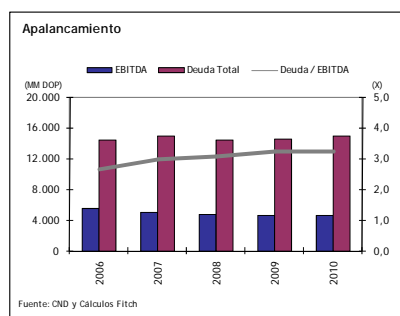
En el caso del mercado de maltas, CND igualmente mantiene la posición de liderazgo concentrando un 65% del mismo, destacando que el resto del mercado es cubierto por la empresa Cervecería Vegana. Recientemente, la empresa lanzó al mercado local la malta Vitamalt Plus, marca global del segmento premium de maltas de RU.

Desempeño Financiero

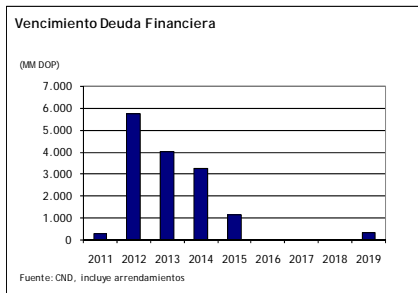
Durante el AF09, culminado el 31 de diciembre de 2009, aún cuando el volumen de ventas registró un descenso respecto al año 2008, reflejo de la disminución del sector cervecero dominicano, los aumentos de precios permitió registrar un leve incremento de los ingresos de la empresa con relación al ejercicio anterior. Por su parte, mayores costos de materias primas implicaron el decrecimiento del margen EBITDA hasta 27,50% con relación al año 2008, valor considerado adecuado. De esta forma, los indicadores de apalancamiento y cobertura se ubicaron en niveles apropiados, siendo que la relación de deuda total ajustada a EBITDA se ubicó en 3,2 veces con una cobertura de gastos financieros de 2,2 veces.

El margen EBITDA de la empresa durante 2010 se mantuvo por debajo del promedio de los últimos 4 años, afectado por mayores presiones competitivas y por gastos no recurrentes relacionados con la adquisición de operaciones en el Caribe y ejecución de otros proyectos. La relación de deuda total ajustada a EBITDA se mantuvo en 3,2 veces, valor relativamente alto aunque compensado por el adecuado perfil de vencimiento de su deuda. Es importante resaltar que CND suscribió un préstamo puente por 31 millones de dólares a fin de financiar la operación con RU, el cual fue sustituido en octubre de 2010 por una emisión de deuda a 5 años en el mercado de capitales local. Dicha emisión no implicó un aumento de los niveles de deuda financiera al cierre del año 2010 dada la amortización de un pasivo bancario por 1.006 millones de pesos que se canceló en el mes de septiembre, lo que compensó la suscripción de esta nueva deuda.

Dado el adecuado manejo del capital de trabajo no financiero, CND registra una satisfactoria generación de flujo de caja en operaciones que le permite cubrir sus inversiones de capital y el pago de dividendos a sus accionistas, manteniendo una importante posición en efectivo y equivalentes.



Los indicadores de liquidez se mantienen en niveles adecuados producto del apropiado perfil de vencimiento de la deuda financiera. Al cierre del AF10 CNL registraba 2.756 millones de pesos en efectivo y equivalentes, lo que junto con su generación de caja en operaciones le permitió cubrir adecuadamente el servicio de su deuda financiera a corto plazo. Debe destacarse adicionalmente la estrategia de la empresa, iniciada en el año 2009, de acumular excedentes de caja que le permitió cancelar los vencimientos de deuda financiera del segundo semestre del año 2010 (30 millones de dólares) siendo que en el primer trimestre del año se precanceló el 62% de dicha amortización, manteniendo un nivel de reservas de caja que hizo manejable la cancelación del referido pasivo.



Por su parte, de acuerdo al cronograma de vencimiento de su deuda financiera, se prevé una considerable amortización de deuda para el año 2012 por unos 5.500 millones de pesos, siendo que con los actuales niveles de EBITDA la empresa registraría reducidos niveles de liquidez previos al referido vencimiento. Esto resultaría mitigado parcialmente por el hecho que CNL registra reducidos compromisos por vencimiento de deuda para el año 2011, lo cual le permitiría acumular efectivo y equivalentes. No obstante, durante el primer trimestre de 2011 la empresa contempla la emisión de bonos corporativos a 5 años por 6.750 millones de pesos, que le permitirán mejorar el perfil de vencimiento de la deuda y reducir su costo. Fitch monitoreará el nivel de liquidez de la empresa y su estrategia financiera previos a 2012 a fin de evaluar su impacto sobre el perfil crediticio de la misma.

Para 2011 se estima un mayor dinamismo de las ventas de la empresa en República Dominicana como consecuencia de un incremento del nivel de actividad económica, aunque limitado por una mayor presión competitiva. Adicionalmente, las ventas registrarán un aumento producto de la consolidación de las empresas adquiridas en el Caribe. Por su parte, se estima un incremento del margen EBITDA debido principalmente a la ausencia de gastos extraordinarios, a las mejoras en las operaciones del Caribe y a los ahorros asociados a la centralización de las actividades productivas, al rediseño de procesos y al control de los costos de materia prima y conversión. El crecimiento del margen EBITDA aunado a menores niveles de endeudamiento, le permitirán a la empresa registrar indicadores de apalancamiento y cobertura acordes con la calificación asignada.

Resumen Financiero - Cervecería Nacional Dominicana, S.A.
(millones de pesos dominicanos, años fiscales culminados el 31 de diciembre)

Resumen Financiero	2010	2009	2008	2007	2006
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	4.716	4.517	4.683	5.025	5.474
EBITDAR Operativo	4.716	4.517	4.683	5.025	5.474
Margen de EBITDA	26,41	27,50	28,72	32,23	33,08
Margen de EBITDAR	26,41	27,50	28,72	32,23	33,08
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	15,24	12,26	20,17	24,43	26,51
Margen del Flujo de Fondos Libre	6,14	1,36	2,16	(9,63)	(5,05)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	18,05	16,93	18,22	37,69	43,64
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	2,29	1,55	2,29	2,86	-
EBITDA Operativo/ Intereses Financieros Brutos	2,63	2,24	2,15	2,35	-
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	2,63	2,24	2,15	2,35	-
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda	1,95	1,36	1,91	2,09	0,54
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	1,95	1,36	1,91	2,09	0,54
FGO / Cargos Fijos	2,29	1,55	2,29	2,86	-
FFL / Servicio de Deuda	1,19	0,68	1,03	0,26	(0,08)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	2,33	1,31	1,44	0,71	0,11
FGO / Inversiones de Capital	3,28	1,98	1,93	1,06	2,60
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	3,64	4,66	2,88	2,44	2,40
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	3,16	3,22	3,07	2,96	2,63
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	2,57	2,75	2,86	2,75	2,27
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	3,16	3,22	3,07	2,96	2,63
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	2,57	2,75	2,86	2,75	2,27
Costo de Financiamiento Implícito (%)	12,16	13,96	14,88	14,59	0
Deuda Garantizada / Deuda Total	0,02	0,04	0,06	0,08	-
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,04	0,09	0,02	0,02	0,71
Balance					
Total Activos	30.436	28.844	29.290	29.308	30.643
Caja e Inversiones Corrientes	2.756	2.104	992	1.061	2.001
Deuda Corto Plazo	628	1.290	269	269	10.181
Deuda Largo Plazo	14.270	13.258	14.126	14.623	4.243
Deuda Total	14.898	14.548	14.395	14.892	14.424
Deuda asimilable al Patrimonio	-	-	-	-	-
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	14.898	14.548	14.395	14.892	14.424
Deuda Fuera de Balance	-	-	-	-	-
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	14.898	14.548	14.395	14.892	14.424
Total Patrimonio	11.953	10.946	10.360	10.135	8.263
Total Capital Ajustado	26.851	25.494	24.755	25.027	22.687
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	2.301	1.104	2.814	3.976	6.015
Variación del Capital de Trabajo	(314)	(126)	(695)	(2.702)	(1.789)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	1.987	978	2.119	1.273	4.225
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	-	-	-	-	-
Inversiones de Capital	(606)	(494)	(1.098)	(1.206)	(1.627)
Dividendos	(284)	(261)	(669)	(1.570)	(3.434)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	1.097	223	352	(1.502)	(836)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	(1.344)	7	45	6	(52)
Otras Inversiones, Neto	345	729	33	85	(12.388)
Variación Neta de Deuda	350	153	(497)	468	14.424
Variación Neta del Capital	-	-	-	-	-
Otros (Inversión y Financiación)	204	0	(2)	3	(311)
Variación de Caja	652	1.112	(69)	(941)	838
Estado de Resultados					
Ventas Netas	17.857	16.426	16.305	15.592	16.550
Variación de Ventas (%)	8,71	0,74	4,58	(5,79)	20,47
EBIT Operativo	3.173	3.059	3.228	3.648	4.334
Intereses Financieros Brutos	1.790	2.021	2.179	2.138	0
Alquileres	-	-	-	-	-
Resultado Neto	2.067	1.804	1.867	3.467	3.696

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://www.fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://www.fitchratings.com). LAS CALIFICACIONES PUBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACION PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO.

Derechos de autor © 2011 por Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004 Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1.000 a USD750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10.000 y USD1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.