FitchRatings
Fitch Dominicana

Superintendencia de Valores
División de Registro
Acuse de Recibo
11/01/2012 9:26 AM m.garcia
22420

10 de enero de 2012

Lic. Guarocuya Félix
Superintendente de Valores
Att. Departamento de Autorización y Registro
Superintendencia de Valores de la República Dominicana

Estimado Lic. Félix:

Por medio de la presente le notificamos la ratificación de la calificación otorgada por Fitch Dominicana a las siguientes emisiones de oferta pública aprobada por esta Superintendencia:

Identidad del emisor:	**Cervecería Nacional Dominicana, S.A.**
Emisión:	Bonos
Monto:	RD$ 4.550.000.000
Calificación de Riesgo:	AA+(dom)
Plazo:	5 años

Identidad del emisor:	**Cervecería Nacional Dominicana, S.A.**
Emisión:	Bonos
Monto:	US$$ 23.250.000 y RD$ 286.750.000
Calificación de Riesgo:	AA+(dom)
Plazo:	5 años

Identidad del emisor:	**Cervecería Nacional Dominicana, S.A.**
Emisión:	Bonos
Monto:	RD$ 6.750.000.000
Calificación de Riesgo:	AA+(dom)
Plazo:	5 años

Las calificaciones reflejan el sólido posicionamiento de la empresa en el mercado dominicano de cervezas y maltas, su elevada capacidad de generación de flujo de caja operativo y su estrategia de crecimiento a partir de la adquisición de compañías en el área del Caribe. Asimismo, las calificaciones consideran las continuas presiones competitivas sobre el EBITDA, 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. Las calificaciones dentro del nivel AA(dom) denotan una muy baja expectativa de riesgo de crédito. Esta calificación denota una sólida capacidad de pago oportuno para con los compromisos financieros. Dicha capacidad no es significativamente vulnerable a eventos predecibles.

Se acompaña a la presente un informe con la calificación de riesgo de la emisión.

Atentamente,

Carlos Fiorillo
Director Gerente
Fitch Dominicana

Superintendencia de Valores
División de Registro
Acuse de Recibo
11/01/2012 9:26 AM m.garcia
22420

Cervecería Nacional Dominicana, S.A.

Informe Integral

Calificaciones

Nacional	
Largo Plazo	AA+(dom)
Corto Plazo	F-1+(dom)
Bonos por DOP 4.550 MM	AA+(dom)
Bonos por DOP 286,75 MM y USD 23,25 MM	AA+(dom)
Bonos por DOP 6.750 MM	AA+(dom)

Resumen Financiero

(DOP millones)	UDM 30/09/11	31/12/10
Ventas Netas	17.571	17.857
EBITDA	4.658	4.716
FGO	1.901	2.301
Deuda Financiera	12.537	14.898
Deuda/ EBITDA	2,7x	3,2x
EBITDA/Intereses	2,6x	2,6x

Informes Relacionados

Corporate Rating Methodology (August 12, 2011)

Analistas

José Luis Rivas
+58 212 2863232
joseluis.rivas@fitchratings.com

Alberto de los Santos
+52 81 83999158
alberto.delossantos@fitchratings.com

Factores Relevantes de la Calificación

Sólido Posicionamiento: CND mantiene un sólido posicionamiento en los mercados de cerveza y maltas en República Dominicana, con una participación de mercado actual de 80% y 68%, respectivamente –de acuerdo a información suministrada por la empresa. Dicho posicionamiento ha estado soportado por el diversificado portafolio de productos de la empresa, su amplia red de distribución y muy atomizada base de clientes.

Elevada Generación de FCO: La empresa ha logrado mantener una elevada generación de flujo de caja operativo, que le ha permitido soportar su plan de inversiones, pagar dividendos a sus accionistas y generar flujo de caja libre destinado a complementar la estrategia de optimización de la estructura de la deuda.

Estrategia de Crecimiento: Las calificaciones incorporan la estrategia de crecimiento de CND a través de la adquisición de las operaciones de Royal Unibrew en el área del Caribe durante 2010. Dicha estrategia le permitirá a CND 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).

Saludable Perfil Crediticio: Al 30 de septiembre de 2011 el margen EBITDA refleja el impacto de mayores presiones competitivas y gastos no recurrentes relacionados a la adquisición de operaciones en el Caribe y a la ejecución de otros proyectos. La reducción de la deuda ha favorecido el apalancamiento, el cual se ubicó en 2,7 veces al 30 de septiembre de 2011, valor considerado relativamente elevado aunque compensado por la mejora esperada del perfil de vencimiento de la deuda una vez culmine el programa de optimización de la deuda.

Sensibilidad de la Demanda: Las calificaciones incorporan 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.

Factores que Podrían Derivar en un Cambio de Calificación

Mejora del FCO: Las calificaciones asignadas a CND podrían resultar favorecidas ante un importante incremento de su flujo de caja operativo en un contexto de menor apalancamiento y mejora del perfil de vencimiento de la deuda.

Contracción del Consumo: Una caída abrupta del nivel de actividad económica en República Dominicana que conlleven a una contracción del consumo de cervezas podría implicar un debilitamiento del perfil crediticio de la empresa.

Mayores Presiones Competitivas: Una intensificación de la dinámica competitiva que deriven en un deterioro de los márgenes de rentabilidad de la empresa, de su flujo de caja o en un mayor apalancamiento, afectaría adversamente el perfil crediticio de la empresa.

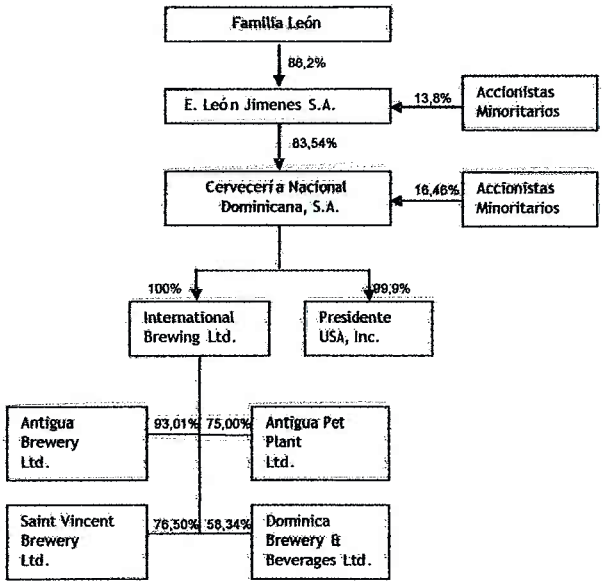
Perfil

La empresa Cervecería Nacional Dominicana, S.A. (CND) inició operaciones en el año 1929. 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 Jiménes (ELJ), uno de los grupos empresariales más grandes de República Dominicana, enfocado fundamentalmente en la fabricación y distribución de bebidas alcohólicas y de cigarros 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 es accionista desde los años 80, manteniendo actualmente una participación del 9,3% en el 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 2006-2010, así como el corte al 30 de septiembre de 2011. 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, contando con una capacidad instalada de 5,3 MM Hlts/Año. Actualmente la empresa posee un amplio portafolio de productos que le permiten llegar a diversos segmentos de mercado y reducir su exposición a ciclos económicos desfavorables. El segmento alto es atendido con las marcas "Corona" y "Miller", el segmento medio con las marcas "Presidente", "Presidente Light" y "The One"; y el segmento bajo con las marcas "Bohemia" y "Bohemia Light". Adicionalmente el portafolio de productos cuenta con las marcas de malta "Morena", "Lowenbrau" y "Vitamalt Plus".

Desde 2008 CND mantiene un acuerdo con Barceló Export Import, S.A. (BEICA) que le permite a CND distribuir localmente las marcas de ron de Barceló y de la cerveza Corona. Aún cuando este acuerdo significa una mayor diversificación de las ventas de la empresa, constituye un reto importante para CND alcanzar una considerable participación de mercado en este segmento, dado el sólido posicionamiento de la competencia.

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.

CND mantiene presencia 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. Durante los últimos 12 meses a septiembre de 2011 las exportaciones totalizaron USD 23 millones (USD 24,6 millones en 2010), representando el 4,9% de las ventas (5,1% en 2010).

CND

Estructura de Ingresos (%)

	1T 2009	2T 2009	3T 2009	4T 2009	1T 2010	2T 2010	3T 2010	4T 2010	1T 2011	2T 2011	3T 2011
Cerveza Local	83,8	83,9	85,2	86,9	83,7	79,1	79,3	80,5	77,0	77,4	77,6
Malta	5,6	5,4	5,7	4,6	5,5	5,8	6,3	5,1	7,7	6,7	7,3
Ron	2,8	2,4	2,4	3,3	3,4	2,7	2,8	4,2	4,1	3,8	4,3
Otros	3,0	1,2	0,6	0,7	1,0	0,8	0,8	0,7	1,0	0,8	0,9
Exportación	4,8	7,1	6,0	4,5	4,2	6,3	6,0	3,8	5,2	5,9	5,1
Caribe	0,0	0,0	0,0	0,0	2,3	5,4	4,8	5,7	5,0	5,4	4,9
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: CND y cálculos propios.

La empresa cuenta con 9 centros de distribución 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. La empresa mantiene una base clientes bastante atomizada soportada en una amplia red de distribución que le permite cubrir cerca de 66.000 puntos de venta a nivel nacional. 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.

La empresa mantiene un minucioso y eficiente proceso de procura de materias primas, con el objetivo de asegurar 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.

En agosto de 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 (76,50%), Antigua Brewery (93,01%), Antigua PET Plant (75,00%), Dominica Brewery (58,34%), por un monto total de USD 31 millones. RU es una empresa danesa fabricante de cervezas, maltas, refrescos y agua, con operaciones en Europa y El Caribe. Debe destacarse que el referido acuerdo incluye la licencia a CND para la producción de la malta Vitamalt Plus 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 y aproximadamente 200 empleados. 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 los últimos 12 meses a septiembre de 2011 las ventas generadas por las operaciones del Caribe totalizaron USD 24,6 millones de dólares y representaron el 5,3% de las ventas de CND.

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. Durante la última década el consumo de cerveza ha registrado un crecimiento importante, destacando caídas puntuales en los años 2001, 2003, 2007 y 2009, reflejo del descenso de la actividad económica interna y cambios 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 durante 2010.

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.

Otro factor determinante de la demanda de cervezas en el país lo constituye el régimen impositivo aplicado al consumo de bebidas alcohólicas, cuya modificación tiene un impacto directo sobre los precios de la cerveza y en consecuencia sobre la demanda del mismo. Cabe destacar que la cerveza se mantiene sujeta a un mayor impuesto por litro comparado con otras bebidas alcohólicas.

Estrategia y Posición Competitiva

La estrategia de la empresa está orientada al fortalecimiento del negocio cervecero a través del incremento del valor agregado de las marcas de la empresa, el fortalecimiento de las relación con los clientes a fin de mitigar las presiones competitivas, así como capitalizar e integrar las operaciones del Caribe adquiridas recientemente a fin de migrar de una cervecería de alcance local a una regional. Desde el punto de vista financiero, la gerencia mantiene como estrategia la optimización de la estructura de la deuda y el desarrollo de diversas iniciativas destinadas a soportar los márgenes de rentabilidad.

La reciente adquisición de las operaciones de RU en el Caribe 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 generará 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.

A septiembre de 2011 el mercado de cervezas en la República Dominicana, medido en hectolitros se ubicó en aproximadamente 4,3 millones de hectolitros, de acuerdo a cifras de la Dirección General de Impuestos Internos, reflejo del mayor dinamismo de la economía. CND mantiene un sólido posicionamiento en el mercado cervecero dominicano, soportado en el diversificado portafolio de productos, su amplia red de distribución y muy atomizada base de clientes. A la fecha la empresa concentra una participación del 79,6%, siendo que el resto es cubierto por la empresa Ambev a través de su marca "Brahma". Actualmente esta última mantiene una estrategia de penetración de mercado basada en el mantenimiento de precios bajos, lo que le ha restado flexibilidad a ésta última para ajustar precios.

En el caso del mercado de maltas, CND igualmente mantiene la posición de liderazgo concentrando un 68% 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

Al 30 de septiembre de 2011 el margen EBITDA de CND refleja el impacto de mayores presiones competitivas y gastos no recurrentes relacionados a la adquisición de operaciones en el Caribe y a la ejecución de otros proyectos. La reducción de los niveles de endeudamiento ha favorecido los indicadores de apalancamiento, el cual se ubicó en 2.7x al 30 de septiembre de 2011, valor considerado relativamente elevado aunque compensado por la mejora esperada del perfil de vencimiento de la deuda una vez culmine el programa de optimización de la deuda.

La empresa ha logrado mantener una elevada generación de flujo de caja operativo que le ha permitido soportar su plan de inversiones, pagar dividendos a sus accionistas y generar flujo de caja libre destinado a complementar la estrategia financiera de la empresa.

CND
(En millones de DOP)

	1T 2009	2T 2009	3T 2009	4T 2009	1T 2010	2T 2010	3T 2010	4T 2010	1T 2011	2T 2011	3T 2011
Volumen (miles Hlts)	742	852	905	1.100	907	1.007	1.027	1.164	900	1.020	968
Ventas	3.525	3.939	4.120	4.843	3.980	4.327	4.509	5.041	3.963	4.282	4.285
EBITDA	1.121	1.069	1.068	1.259	1.186	1.145	1.050	1.335	1.128	1.119	1.076
Margen EBITDA (%)	31,8	27,2	25,9	26,0	29,8	26,5	23,3	26,5	28,5	26,1	25,1
Ventas/Hlts	4,8	4,6	4,6	4,4	4,4	4,3	4,4	4,3	4,4	4,2	4,4
EBITDA/Hlts	1,5	1,3	1,2	1,1	1,3	1,1	1,0	1,1	1,3	1,1	1,1

Fuente: CND y cálculos propios.

Durante el mes de abril de 2011 la empresa realizó un *tender offer* de las Notas Indexadas a Pesos 2012 por DOP 3.847 millones, equivalente al 71,1% de los valores en circulación, la cual fue financiada con recursos propios y el resto a través de un crédito puente otorgado por un pool de bancos locales. Se estima que el saldo pendiente sea cancelado y/o refinanciado a su vencimiento. Paralelamente, fue aprobada la emisión de Bonos Corporativos por DOP 6.750 millones a un plazo de 5 años, destinados a la optimización de la estructura de la deuda.

En julio de 2011 CND ejerció el *Call Option* de las series C y D por DOP 1.000 millones cada una de los bonos corporativos locales con vencimiento en 2013, quedando en circulación DOP 2.050 millones. Dicha operación fue financiada con recursos propios, préstamos intercompañía y préstamos de corto plazo con la banca local. Al cierre de 2011 la gerencia estima un nivel de apalancamiento de 2,5x.

Cervecería Nacional Dominicana, S.A.

Estructura de Capital
(Al 30 de septiembre de 2011)

Tipo de Deuda	(DOP MM)	%
Líneas de Crédito	2.519	10,3
Intercompañía	380	1,6
Préstamo Sindicado	134	0,6
144A Peso-Linked Notes	1.563	6,4
Bonos 2013	2.050	8,4
144A USD Notes	3.304	13,6
Bonos 2015	1.177	4,8
Bonos 2016	1.056	4,3
Leasing	354	1,5
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	**12.537**	51,5
Total Patrimonio	11.804	48,5
Total Capital Ajustado	**24.341**	100,0
Deuda Total / EBITDA	**2,7**	
Deuda Neta / EBITDA	**2,4**	

Cronograma de Amortizaciones

Año Fiscal	(DOP MM)
2011	584
2012	3.968
2013	2.134
2014	3.323
2015	1.197
2016	1.077
2017	22
2018	23
2019	210
Total	**12.537**

Liquidez
(Al 30 de septiembre de 2011)

Caja e Inversiones Corrientes	1.299
Líneas de Crédito Disponibles	2.605
Total	**3.904**

Fuente: CND y cálculos propios

CND mantiene una adecuada flexibilidad financiera soportada en su demostrada capacidad para acceder a diversas fuentes de fondeo cuando ha sido requerido, tanto en el mercado bancario como de capitales a nivel local e internacional. Fitch considera que la compañía no tendrá ningún inconveniente en el mediano plazo para obtener recursos en caso de ser requerido, siempre y cuando el costo y plazo de dichas fuentes de financiamiento estén alineados con los objetivos de la empresa

Resumen Financiero – Cervecería Nacional Dominicana, S.A.

(millones de pesos dominicanos, años fiscales culminados el 31 de diciembre)

	UDM Sep-2011	2010	2009	2008	2007
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	4.658	4.716	4.517	4.682	5.025
EBITDAR Operativo	4.658	4.716	4.517	4.682	5.025
Margen de EBITDA	26,50	26,41	27,50	28,72	32,23
Margen de EBITDAR	26,50	26,41	27,50	28,72	32,23
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	15,10	15,24	12,26	20,16	24,43
Margen del Flujo de Fondos Libre	4,20	6,14	1,36	2,14	(9,63)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	15,30	18,04	16,93	18,20	37,69
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	2,10	2,29	1,55	2,29	2,86
EBITDA Operativo/ Intereses Financieros Brutos	2,60	2,63	2,24	2,15	2,35
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	2,60	2,63	2,24	2,15	2,35
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda	0,70	1,95	1,36	1,91	2,09
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,70	1,95	1,36	1,91	2,09
FGO / Cargos Fijos	2,10	2,29	1,55	2,29	2,86
FFL / Servicio de Deuda	0,40	1,19	0,68	1,03	0,26
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,60	2,33	1,31	1,44	0,71
FGO / Inversiones de Capital	2,20	3,28	1,98	1,93	1,06
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	3,40	3,64	4,66	2,88	2,44
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	2,70	3,16	3,22	3,07	2,96
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	2,40	2,57	2,75	2,86	2,75
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	2,70	3,16	3,22	3,07	2,96
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	2,40	2,57	2,75	2,86	2,75
Costo de Financiamiento Implícito (%)	12,90	12,16	13,96	14,88	14,59
Deuda Garantizada / Deuda Total	-	0,02	0,04	0,06	0,08
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,40	0,04	0,09	0,02	0,02
Balance					
Total Activos	27.659	30.437	28.844	29.290	29.307
Caja e Inversiones Corrientes	1.299	2.756	2.104	992	1.061
Deuda Corto Plazo	(*) 4.535	628	1.290	269	269
Deuda Largo Plazo	(*) 8.002	14.269	13.258	14.126	14.623
Deuda Total	12.537	14.897	14.548	14.395	14.892
Deuda asimilable al Patrimonio	-	-	-	-	-
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	12.537	14.897	14.548	14.395	14.892
Deuda Fuera de Balance	-	-	-	-	-
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	12.537	14.897	14.548	14.395	14.892
Total Patrimonio	11.804	11.954	10.946	10.361	10.135
Total Capital Ajustado	24.341	26.851	25.494	24.756	25.027
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	1.901	2.301	1.104	2.811	3.976
Variación del Capital de Trabajo	139	(314)	(126)	(695)	(2.702)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	2.041	1.987	978	2.116	1.274
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	-	-	-	-	-
Inversiones de Capital	(934)	(606)	(494)	(1.098)	(1.206)
Dividendos	(366)	(284)	(261)	(669)	(1.570)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	740	1.096	223	349	(1.502)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	(606)	(1.344)	7	45	6
Otras Inversiones, Neto	756	345	729	33	85
Variación Neta de Deuda	(2.404)	350	153	(497)	467
Variación Neta del Capital	-	-	-	-	-
Otros (Inversión y Financiación)	223	204	0	(2)	3
Variación de Caja	(1.312)	652	1.112	(72)	(941)
Estado de Resultados					
Ventas Netas	17.571	17.857	16.426	16.305	15.592
Variación de Ventas (%)	(0,50)	8,71	0,74	4,57	(5,79)
EBIT Operativo	3.170	3.173	3.059	3.227	3.648
Intereses Financieros Brutos	1.775	1.790	2.021	2.179	2.138
Alquileres	-	-	-	-	-
Resultado Neto	1.764	2.066	1.804	1.865	3.467

(*) Reclasificado por Fitch a fin de reflejar porción circulante de deuda de largo plazo.

Las calificaciones antes señaladas fueron solicitadas por el emisor, o en su nombre, y por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: HTTP: / / FITCHRATINGS.COM / UNDERSTANDINGCREDITRATINGS. ADEMAS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACION Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTAN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FITCHRATINGS.COM. LAS CALIFICACIONES PUBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGIAS ESTAN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CODIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLITICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACION PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMAS POLITICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTAN TAMBIEN DISPONIBLES EN LA SECCION DE CODIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO.

Derechos de autor © 2012 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 afirmo 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. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. 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. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un substituto 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.