

**Resumen de la Calificación****Ratings**

Bonos Millones	Emisión	Rating Actual	Rating Anterior	Fecha Revisión
\$150.000	Primera	AAA	AAA	18/05/07
\$700.000	Segunda	AAA	AAA	18/05/07
\$370.000	Tercera	AAA	AAA	18/05/07
\$1.000.000	Programa	AAA	AAA	18/05/07

**Analistas**

Susana Peláez S.  
PBX: 326-9999 Ext. 1160  
spelaez@drcolombia.com.co

Milena Carrizosa Lora  
PBX: 326-9999 Ext. 1090  
carrizosa@drcolombia.com.co

**Perfil**

Bavaria S.A. es la segunda compañía productora de cerveza más grande de Suramérica. Esta empresa, junto con las otras que hacían parte del anterior Grupo Empresarial Bavaria, compañías que avalan las emisiones de bonos aquí calificadas, fueron adquiridas por SABMiller PLC. Esta empresa sudafricana es la segunda cervecera más grande del mundo.

**Fortalezas y Oportunidades**

- La posición competitiva de Bavaria S.A. y las otras compañías avalistas a nivel nacional e internacional.
- El know how y el apoyo financiero que le puede proporcionar su nuevo dueño SABMiller.
- La diversificación de sus ingresos.
- La generación de flujos de caja por la naturaleza del negocio.
- Las barreras de entrada.

**Debilidades y Amenazas.**

- El nivel de endeudamiento actual.
- El riesgo económico y político de los países donde operan las compañías avalistas.
- Riesgo de la entrada de nuevos jugadores a los mercados donde tiene presencia.

El Comité Técnico de Calificación de Duff & Phelps de Colombia S.A. Sociedad Calificadora de Valores, en reunión del 18 de mayo de los corrientes, después de efectuar el correspondiente estudio y análisis, con ocasión de la revisión anual de la calificación de la Primera Emisión de Bonos Ordinarios Bavaria S.A. por \$150.000 millones, la Segunda Emisión de Bonos Ordinarios Bavaria S.A. por \$700.000 millones, la Tercera Emisión de Bonos Ordinarios Bavaria S.A. por \$370.000 millones y el Programa de Emisión y Colocación de Bonos Ordinarios Bavaria S.A. por \$1.000.000 millones, decidió mantener la calificación 'AAA' (Triple A), según consta en el Acta # 89 de la misma fecha.

Al respecto, es necesario precisar que las obligaciones calificadas en esta categoría se consideran con la más alta calidad crediticia. Los factores de riesgo se consideran prácticamente inexistentes, según escala de calificación de Duff & Phelps de Colombia S.A. Sociedad Calificadora de Valores.

**Fundamentos**

La calificación asignada por el Comité Técnico de Calificación de Duff and Phelps de Colombia S.A. a las emisiones de bonos ordinarios de Bavaria S.A. se sustenta en el apoyo de las compañías que avalan las emisiones, la posición competitiva de la compañía, el soporte de su principal accionista, la venta de Projugos S.A. y la posible fusión con la Cervecería Leona S.A. De igual manera, tuvo en consideración la evolución financiera de la compañía así como el mejoramiento de su perfil de la deuda.

Las emisiones de bonos cuentan con el aval de las compañías Cervecería Unión S.A., Maltería Tropical S.A., Cervecería Nacional S.A. y Latin Development Corporation "LADCO", las cuales se obligan solidariamente para con los tenedores de dichos bonos a efectuar el pago de capital e intereses en el caso de que Bavaria S.A. se vea en incapacidad de cumplir en cualquier momento con su obligación.

El 30 de marzo de 2007 mediante Resolución 09192, la Superintendencia de Industria y Comercio aprobó la venta de Productora de Jugos S.A. a Postobón S.A. por un monto de US \$55,3 millones. La venta de la unidad de negocios de jugos y la venta de Productora de Jugos S.A., quien actualmente es avalista de las emisiones de bonos ordinarios emitidos por Bavaria S.A., no afectará la capacidad de pago de las obligaciones financieras de la compañía, dado que históricamente este negocio ha contribuido con tan solo el

0,15% del EBITDA generado por todas las empresas que consolidan con Bavaria S.A.

Bavaria S.A. cuenta con el apoyo de su principal accionista SABMiller, compañía que posee más de 100 años de experiencia en el negocio de la cerveza y que se posiciona como la segunda compañía cervecera más grande del mundo en términos de volumen producido. Igualmente, SABMiller con sus inversiones en Colombia, Ecuador, Perú y Panamá se posiciona como la segunda productora de cerveza más grande de Sudamérica. Tanto Bavaria S.A. como las compañías avalistas de la emisión de bonos cuentan con el respaldo de SABMiller en el direccionamiento estratégico del negocio, el cual está muy enfocado hacia el mejoramiento de la eficiencia, productividad y rentabilidad de cada compañía.

En el año 2006, Latin Development Corporation (LADCO) transfirió a Bavaria S.A. las acciones que poseía en Cervecería Leona S.A. y en Cervecería Unión S.A., quedando esta última con el 99% y 100% de participación accionaria en cada una de ellas. La operación se llevó a cabo mediante un cruce de cuentas entre ambas sociedades y no implicó movimientos de caja. Esta nueva estructura corporativa permitirá que Bavaria tenga un control más directo sobre sus inversiones en Colombia y además, contribuirá a que se puedan tener mayores sinergias entre las compañías. El 30 de marzo de 2007, la Asamblea de Accionistas aprobó la fusión por absorción de Bavaria S.A. y Cervecería Leona S.A. Duff & Phelps de Colombia S.A. considera que esta transacción traerá mayores beneficios a la operación de Bavaria S.A. toda vez que se podrán obtener mayores eficiencias operativas y administrativas, razón por la cual es muy positivo para la actual calificación asignada.

Durante el 2006 y 2007, SABMiller ha venido desarrollando un programa de reestructuración corporativa. De acuerdo con esto, el 20 de marzo de 2007, Latin Development Corporation (LADCO), compañía subsidiaria de Bavaria en un 100%, vendió a SABMiller Latin America Limited un paquete de acciones por valor de US \$703 millones en sociedades intermedias que a su vez eran accionistas de UCP Backus y Jonhston S.A. De acuerdo con esto, Bavaria dejó de ser controladora de la compañía UCP Backus y Jonhston en Perú, razón por la cual a partir del año 2007 esta última compañía dejó de consolidar con los estados financieros de Bavaria S.A. Parte de los recursos obtenidos por la venta de las acciones de Backus fueron utilizados por Bavaria (US \$494 millones) para efectuar abonos a su deuda en

moneda extranjera. Duff & Phelps de Colombia S.A. realizó un análisis de los indicadores de cobertura de la deuda de Bavaria consolidada considerando este evento, y considera que a pesar de que Backus ya no consolida en los estados financieros, el efecto de la disminución de la deuda permite que los indicadores de cobertura de la deuda se mantengan acordes con la calificación asignada.

En el año 2006 y marzo de 2007 Bavaria consolidada<sup>1</sup> muestra unos resultados muy positivos en la evolución financiera de su negocio. El éxito de las estrategias adoptadas se ha visto reflejado en el crecimiento del consumo per cápita en Colombia, el cual pasó a 45,4 litros en el año 2006 de 41,7 litros en el año 2005. Como resultado de esto, el crecimiento de las ventas fue muy representativo, el cual significó entre el año 2005 y 2006 un porcentaje del 7,27%. Para marzo del año 2007, los ingresos consolidados disminuyeron por la salida de Backus. Sin embargo, sin considerar este efecto, las ventas tan solo en Colombia crecieron en un 25%. Por su parte, el buen desempeño de las ventas y de las eficiencias operativas se vieron reflejadas en un mejor margen de EBITDA, el cual se ubicó en 39% a diciembre de 2006 comparado con 37% a diciembre de 2005. A marzo de 2007, se registró una caída en el margen de EBITDA primordialmente por mayores gastos de ventas asociados con la agresiva estrategia comercial impulsada por la compañía recientemente, la cual ha resultado en mayores lanzamientos, inversiones en nuevas presentaciones y en nuevos empaques.

Con relación a la deuda, la nueva administración ha mostrado una fuerte intención de reducir el nivel de endeudamiento de Bavaria S.A. Es así que, en el año 2006 realizó una importante reestructuración de su deuda, que implicó una sustitución de los bonos 144A emitidos en el exterior (US \$500 millones) por dos créditos sindicados en moneda extranjera que cuentan con unas condiciones financieras mucho más favorables. Igualmente, realizó la cancelación anticipada de los títulos de contenido crediticio Títulos Forward Bavaria y los sustituyó con un crédito en moneda local, el cual se

<sup>1</sup> Los estados financieros consolidados de Bavaria S.A. incluyen a todas las compañías en Colombia, Perú, Ecuador y Panamá hasta diciembre del año 2006. A partir de enero del año 2007 deja de consolidar UCP Backus y Jonhston. Duff & Phelps de Colombia S.A. analiza los estados financieros consolidados de Bavaria porque los bonos que se califican cuentan con el aval de las compañías Cervecería Unión S.A., Maltería Tropical S.A. y Productora de Jugos S.A. en Colombia, de la Cervecería Nacional S.A. en Panamá, y de Latin Development Corporation "LADCO", que contempla las empresas de Ecuador.

pudo negociar con unas tasas muy inferiores. Finalmente, con los recursos obtenidos por la venta de las acciones de Backus, Bavaria canceló US \$494 millones de deuda en moneda extranjera. De acuerdo con esto, al mes de marzo de 2007, la

compañía contaba con un nivel de deuda de \$3 billones, que disminuyó un 27% frente a diciembre del año 2006. A marzo de 2007, el indicador de cobertura de la deuda EBITDA / intereses fue de 3,6 veces y de Deuda neta / EBITDA de 1,9 veces.

## Mayo 18 de 2007

---

### Desarrollos recientes

Durante el 2006, Bavaria readquirió 1.279.943 acciones de la compañía las cuales eran de propiedad de 16.181 accionistas.

El pasado 24 de agosto de 2006 Bavaria inició la construcción de una nueva planta cervecera ubicada en el Valle del Cauca (Yumbo) con una inversión cercana a los US \$175 millones. Esta nueva planta reemplazará la planta que actualmente opera en Cali y contará con una capacidad total de 4.5 millones de hectolitros. Se espera que dicha planta entre en funcionamiento durante el último trimestre de 2007. La decisión de construir una nueva planta obedece a la creciente demanda de la zona occidental del país así como las perspectivas de crecimiento del negocio.

El 26 de febrero de 2007, fue constituida la sociedad Cervecería del Valle S.A. y sus accionistas son Bavaria S.A. (94,5%) Cervecería Leona S.A., (4,5%) Cervecería Unión S.A. (0,4%), Maltería Tropical S.A. (0,3%) e Impresora del Sur S.A. (0,4%), el capital total suscrito y pagado aportado por dichas sociedades fue de \$2.000.000.

El 4 de octubre de 2006, Bavaria realizó la cancelación anticipada de los títulos de contenido crediticio Títulos Foward Bavaria. Como consecuencia de esto, el 'Patrimonio Autónomo Bavaria S.A. – Foward 1' pagó la suma de \$402.232 millones. Para la cancelación de estos créditos Bavaria contrató un crédito rotativo en moneda local, el cual, en el primer año de aniversario este se convertirá en un crédito con un periodo de duración de dos años.

### Lanzamientos

Durante el segundo semestre de 2006, Bavaria realizó el lanzamiento de la cerveza *premium* Peroni Nastro Azzurri. Esta es la primera marca de cerveza de SABMiller en ser importada a Colombia directamente desde Italia y se comercializa en una moderna presentación de 330 ml. Con el lanzamiento de esta cerveza, la compañía pretende reforzar su presencia en el segmento *premium* del mercado así como ampliar el portafolio de marcas disponible para los clientes.

A finales de 2006, Bavaria presentó la nueva imagen de la cerveza premium Club Colombia. El cambio de imagen contempla la presentación de la cerveza en una botella de 330 ml de cuello largo con una moderna etiqueta de color dorado. Igualmente, la cerveza tuvo algunos cambios en cuanto a su formulación buscando garantizar la máxima calidad y un sabor más completo. Anteriormente, dicha cerveza era elaborada con malta en un 65% y el restante 35% comprendía productos adjuntos. Con la nueva formulación, la cerveza Club Colombia es elaborada con malta en un 100%. Adicionalmente, esta cerveza es madurada por más tiempo para de esta manera poder obtener un sabor suave y refinado. La publicidad asociada a esta marca recuerda a los consumidores que las mejores cosas de la vida toman tiempo para llegar a la perfección, como la elaboración de la cerveza Club Colombia.

Adicionalmente, la compañía llevo a cabo el cambio de imagen de las marcas Pilsen y Brava y su respectivo lanzamiento en el mercado nacional. La cerveza Pilsen, líder en mercado antioqueño, fue lanzada en todo el país a comienzos de 2007. Esta cerveza esta dirigida hacia aquellas personas que cuyo trabajo hacen que Colombia sea un mejor país, de ahí que la campaña publicitaria de esta cerveza tenga el tema 'Todo héroe merece una Pilsen'. Por su parte, la cerveza Brava también tuvo un cambio de imagen y de formulación. A principios de marzo de 2007, Bavaria reveló la nueva imagen de Brava, la cual incluye una moderna etiqueta negra y verde con graficas atractivas. Esta nueva imagen se acerca más al mercado objetivo de Brava, el cual comprende a los consumidores jóvenes con mente abierta. Asimismo, la compañía redujo el porcentaje de alcohol presente en la cerveza al 5,5%. Con esta nueva formulación, Bavaria quiere promover el concepto de una rumba prolongada y entretenida.

De igual manera, Bavaria lanzó en abril de 2007 la cerveza Barena, la segunda marca internacional de SABMiller en el mercado colombiano. Esta cerveza, que esta dirigida a consumidores en el rango de los 18 a los 25 años, se caracteriza por tener la característica de un producto *premium* pero a la vez divertido. Esta cerveza tiene tres presentaciones, botella retornable y no retornable

# Corporativos Colombia

así como en lata con un contenido de 330 cc. Para el lanzamiento de dicha cerveza, Bavaria realizó varias fiestas en ciudades como Bogotá, Medellín, Cali y Barranquilla, entre otras. La compañía espera vender cerca de 200.000 hectolitros de Barena en los próximos 12 meses.

Durante el 2006, los resultados de las operaciones en Colombia, Perú, Ecuador y Panamá presentaron un comportamiento favorable ya que las ventas aumentaron en un 9,8% alcanzando los 41,4 millones de hectolitros vendidos en el 2006. En Colombia, Bavaria vendió 20,7 millones de hectolitros de cervezas y maltas y 3,6 millones de hectolitros de otros productos como aguas, gaseosas y los refrescos de frutas. En Perú las ventas de cervezas y maltas alcanzaron los 8 millones de hectolitros mientras que las de otros productos alcanzaron los 2 millones de hectolitros. Por su parte, las ventas de cervezas y maltas en Ecuador y Panamá alcanzaron los 3,9 y 1,5 millones de hectolitros respectivamente. De igual manera, las ventas de otros productos en estos dos países ascendieron a 0,3 y 1,4 millones de hectolitros respectivamente. Los buenos resultados obtenidos por Bavaria y sus filiales impactaron significativamente los ingresos consolidados, los cuales al cierre de 2006 ascendieron a \$6,17 billones evidenciando un crecimiento del 17,1% con relación a la cifra registrada al cierre de 2005.

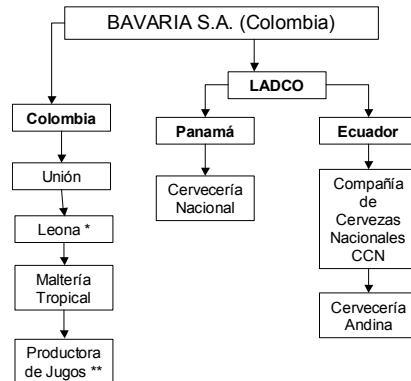
## Perfil

Bavaria S.A. tiene como principal objeto la fabricación de cervezas, la producción y transformación de bebidas alimenticias, fermentadas o destiladas así como la fabricación, producción y transformación de bebidas como aguas, refrescos y jugos entre otros.

Teniendo en cuenta la participación directa e indirecta en el capital social, Bavaria, S. A., de conformidad con la ley colombiana es la matriz de un conjunto de compañías con domicilio en países como Colombia, Bolivia, Ecuador y Panamá. No obstante, desde el doce de octubre de 2005 esta compañía es una sociedad subordinada de SABMiller plc.

En razón de lo anterior, Bavaria actualmente sólo coordina las actividades de sus sociedades subordinadas en Colombia, a través de la determinación de políticas encaminadas a mejorar la productividad y rentabilidad de las mismas y a garantizar el cumplimiento de las metas corporativas fijadas por SABMiller. La junta directiva de la compañía, con el concurso, tanto de los administradores de la matriz, como de los de las subsidiarias colombianas, fija las estrategias para la adecuada administración de estas sociedades y

revisa y evalúa constantemente la ejecución de sus respectivos planes de negocio, para asegurar la correcta alineación entre las actividades de cada compañía y los objetivos de la corporación.



\* En proceso de fusión Con Bavaria S.A.

\*\* En proceso de venta a Postobón S.A.

Es importante mencionar que, en el año 2006 y en lo corrido del año 2007, Bavaria ha presentado un cambio importante en su estructura corporativa.

En el año 2006, Latin Development Corporation (LADCO) transfirió a Bavaria S.A. las acciones que poseía en Cervecería Leona S.A. y en Cervecería Unión S.A., quedando esta última con el 99% y 100% de participación accionaria en cada una de ellas. La operación se llevó a cabo mediante un cruce de cuentas entre ambas sociedades y no implicó movimientos de caja. Esta nueva estructura corporativa permitirá que Bavaria tenga un control más directo sobre sus inversiones en Colombia y además, contribuirá a que se puedan tener mayores sinergias entre las compañías.

El 20 de marzo de 2007, Latin Development Corporation (LADCO), compañía subsidiaria de Bavaria en un 100%, vendió a SABMiller Latin America Limited un paquete de acciones por valor de US \$703 millones en sociedades intermedias que a su vez eran accionistas de UCP Backus y Jonhston S.A. De acuerdo con esto, Bavaria dejó de ser controladora de la compañía UCP Backus y Jonhston en Perú, razón por la cual a partir del mes de abril de 2007 esta última compañía dejó de consolidar con los estados financieros de Bavaria S.A. Parte de los recursos obtenidos por la venta de las acciones de Backus fueron utilizados por Bavaria (US \$494 millones) para efectuar abonos a su deuda en moneda extranjera.

El 30 de marzo de 2007, la Asamblea de Accionistas aprobó la fusión por absorción de Bavaria S.A. y Cervecería Leona S.A., actual subsidiaria en un cien por ciento de Bavaria S.A. Se espera que dicha fusión traiga consigo

# Corporativos Colombia

---

numerosos beneficios en cuanto a la eliminación de estructuras comerciales y administrativas duplicadas, logrando de esta manera una reducción importante en costos, maximizando la eficiencia en la ejecución de los procesos del negocio. Es importante mencionar que dicha fusión no generará reducciones de personal en ninguna de las dos compañías. Esta fusión se encuentra en trámite antes la Superintendencia Financiera y la Superintendencia de Sociedades.

En julio de 2006, Bavaria anunció la intención de vender la sociedad Productora de Jugos S.A. a Postobón S.A. por un monto de US \$55,3 millones. El 30 de marzo de 2007 mediante Resolución 09192, la Superintendencia de Industria y Comercio aprobó dicha operación y condicionó al comprador el cumplimiento de unos compromisos establecidos. La venta de la unidad de negocios de jugos y la venta de Productora de Jugos S.A., quien actualmente es avalista de las emisiones de bonos ordinarios emitidos por Bavaria S.A., no afectará la capacidad de pago de las obligaciones financieras de la compañía, dado que históricamente este negocio ha contribuido con tan solo el 0,15% del EBITDA generado por todas las empresas que consolidan con Bavaria S.A. Se espera que la compañía reciba los US \$55,3 millones a finales de mayo del año en curso.

Es importante mencionar que, la decisión de SABMiller de salir de la categoría de jugos obedece a que el negocio de refrescos de fruta no forma parte del portafolio de productos ofrecidos por SABMiller a nivel mundial. Por lo tanto, con el propósito de unificar criterios y políticas con la matriz, se decidió ofrecer a la venta tanto las líneas de embotellamiento de jugos de cada una de las empresas, y además, la Productora de Jugos S.A. empresa fabricante de la pulpa de las frutas.

A marzo de 2007, la composición accionaria de Bavaria S.A. estaba conformada de la siguiente manera: SABMiller con el 98,55% y el restante 1,45% con otros accionistas minoritarios.

## **Estrategia**

El éxito de las estrategias adoptadas por Bavaria en los últimos años se ha visto reflejado en el crecimiento del consumo per cápita el cual pasó de 41,7 litros a 45,4 litros entre el 2005 y el 2006 en Colombia. Las estrategias que impulsaron este crecimiento fueron: el lanzamiento de nuevos productos, la reformulación y el cambio de imagen de productos existentes, el adecuado manejo de la estrategia de precios y la segmentación del mercado.

Bavaria, dentro de su direccionamiento estratégico es conciente de la importancia de tener un portafolio de productos diversificado con el fin de poder suplir las necesidades de los consumidores. Es por esto, que durante el último año, la compañía ha realizado importantes lanzamientos de nuevos productos como lo son las cervezas Peroni y Barena. De igual manera, la compañía realizó importantes relanzamientos de productos existentes durante los últimos meses como lo son la cerveza Club Colombia, Pilsen y Brava. Es importante mencionar que la estrategia de la compañía esta enfocada hacia el relanzamiento a nivel nacional de marcas que anteriormente eran características a nivel regional. Se espera que la compañía continúe expandiendo el portafolio de productos con la incursión de marcas de propiedad de SABMiller y que continúe realizando cambios de imagen a los productos existentes con miras a incrementar el consumo per cápita.

Durante el 2006, Bavaria definió los procesos y las funciones de las prácticas de *Trade Marketing* que le permitirán a la compañía mejorar la rotación en los puntos de venta así como mejorar las promociones y el tráfico de consumidores en los diferentes puntos de venta. Para lograr esto, durante el 2006 la compañía contrató 500 *brand developers*, los cuales fueron capacitados en estrategias de marcas y estándares de ejecución de las prácticas de trade marketing con el fin de mejorar la presencia y la activación de los puntos de venta.

Es importante mencionar que Bavaria ha venido trabajando en la segmentación del mercado introduciendo diferentes presentaciones de los productos de acuerdo a la ocasión de consumo. De esta manera, la compañía reconoce que los consumidores pueden preferir un producto en especial y/o una presentación particular dependiendo de la actividad que estén desempeñando. Esta iniciativa, le permitió a Bavaria establecer 6 canales y 16 subcanales, los cuales serán de gran importancia para la exitosa implementación de estrategias de marca en los diferentes puntos de venta. Con la implementación de esta iniciativa, la compañía espera no solo lograr importantes ahorros en los costos sino también satisfacer plenamente las necesidades de los consumidores y optimizar sus operaciones.

De igual manera, la compañía ha venido estableciendo una política nacional de precios en la categoría de las cervezas en los canales regulados, como lo son las grandes cadenas de supermercados y los puntos de ventas. La instauración de dicha estrategia involucra la comunicación masiva de

precios sugeridos con el fin de controlar el sobreprecio y establecer un precio único a nivel nacional. El objetivo primordial de esta estrategia es el de incentivar el consumo en los usuarios.

Durante el 2006, Bavaria recompró las botellas y cajas que existían en el mercado a nombre de los distribuidores e implementó un sistema de depósito. Este sistema consiste en que la compañía le cobra a cada distribuidor un depósito por cada botella y cada caja que compran con el fin de promover el retorno rápido y de reducir los costos relacionados con la destrucción y las pérdidas de los envases y las cajas. Una vez el distribuidor retorna los envases y las cajas, la compañía procede a devolverle el depósito que le había sido cobrado al distribuidor.

Adicionalmente, con el fin de obtener economías de escala Bavaria estableció el programa de despacho mínimo de cajas por pedido e inicio de operaciones de las instalaciones de televentas, lo que permitirá incrementar la efectividad y la eficiencia en el procesamiento de los pedidos.

## **Operaciones**

Actualmente, Bavaria cuenta con 7 plantas cerveceras ubicadas en diferentes ciudades del país, las cuales cuentan con una capacidad total de 23,2 millones de hectolitros. Para cumplir con la demanda proyectada y el crecimiento propio de la compañía, Bavaria tiene contemplado un plan de maximización de la capacidad actual de algunas de sus plantas. Según información suministrada por la compañía, se espera que en el transcurso del 2007 se realicen adiciones a las plantas de Leona y las ubicadas en Bogotá, Barranquilla y Bucaramanga con el fin de aumentar la capacidad de la compañía a 26 millones de hectolitros. De igual manera, la entrada en funcionamiento de la planta ubicada en Yumbo, aumentaría la capacidad a 28,3 millones de hectolitros.

De igual manera, Bavaria ha enfocado sus esfuerzos hacia la renovación de la flota de la compañía con el propósito de aumentar la eficiencia en las operaciones de los centros de distribución. Para esto, Bavaria suscribió un contrato con Renting Colombia S.A. para el alquiler de una flota de 473 camiones Mercedes Benz y 407 camiones Chevrolet durante un periodo de 5 años. Bavaria cancelará una suma cercana a los \$4.000 millones mensuales. Con la ejecución de dicho contrato, la compañía pretende mejorar su eficiencia operacional mediante la entrega de la operación y el mantenimiento de dicha flota a un tercero especializado en el arrendamiento operativo de vehículos.

## **Perfil Financiero**

El presente análisis financiero tiene en consideración las cifras consolidadas de los cuatro países que conforman la región, dado que los bonos que se están calificando cuentan con el aval de las compañías Cervecería Unión S.A., Maltería Tropical S.A. y Productora de Jugos S.A. en Colombia, de la Cervecería Nacional S.A. en Panamá, y de Latin Development Corporation "LADCO", que contempla las empresas de Ecuador.

Con la reestructuración de LADCO, a partir de enero de 2007, Bavaria no consolida sus estados financieros con UCP Backus y Jonhston S.A., ya que LADCO le vendió a SABMiller la mayoría de la participación accionaria que anteriormente poseía en la cervecera peruana. Adicionalmente, a partir de junio de 2007, Bavaria no consolidará sus estados financieros con la Productora de Jugos S.A. como consecuencia de su venta. No obstante, Duff and Phelps de Colombia S.A. analizó el posible impacto que estas dos transacciones en perfil financiero de la compañía y considera que éstas no afectan la capacidad de pago de las obligaciones financieras de Bavaria.

## Estado de Resultados

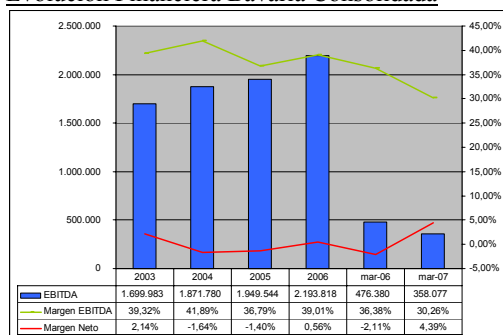
La situación financiera de Bavaria ha presentado una evolución favorable, producto de las estrategias comerciales adoptadas por la compañía orientadas a incrementar el consumo per cápita. A diciembre de 2006, la compañía registró ingresos operacionales por \$6,1 billones comparado con \$5,7 billones del año 2005, evidenciando un crecimiento del 7,2%. Este crecimiento estuvo impulsado por las inversiones realizadas por la compañía para la renovación de sus marcas, el lanzamiento de nuevas marcas, el fortalecimiento en los puntos de venta y la innovación de los envases y empaques. Se espera que los ingresos operacionales continúen presentando una evolución favorable producto de tanto de la renovación de marcas existentes como de la entrada de nuevas marcas. A marzo de 2007, la compañía registró ingresos por \$1,1 billones, un 17% por debajo de la cifra registrada durante el mismo periodo del año anterior. Esto se debe a que Bavaria ya no consolida sus estados financieros con Backus. No obstante el decrecimiento en los ingresos consolidados, las ventas en Colombia crecieron en un 25% entre marzo de 2006 y marzo de 2007.

A diciembre de 2006, el costo de ventas se ubicó en \$1,7 billones, presentando un decrecimiento del 13% con respecto a la cifra registrada al cierre de 2005. Este comportamiento se dio en su mayoría por las mayores eficiencias logradas en el proceso de compras así como un mejor desempeño de los

costos en general. A marzo de 2007, el costo de ventas disminuyó en un 33% con respecto a la cifra registrada a marzo de 2006, como consecuencia de mayores eficiencias obtenidas y la no consolidación de los estados financieros con Backus. Durante el 2006, los gastos de ventas presentaron un incremento del 22% como consecuencia de las inversiones realizadas en el lanzamiento de nuevas marcas y las innovaciones a los empaques de marcas existentes. De igual manera, el incremento del 33% en los gastos de administración se debió a los costos asociados a la reorganización de la compañía. A marzo de 2007, los gastos de ventas y los administrativos presentaron una tendencia creciente, producto de las inversiones que la compañía está realizando para la ejecución de sus estrategias comerciales.

No obstante el incremento en los gastos de ventas y de administración, el buen comportamiento de los ingresos operacionales y los costos de ventas incidió positivamente sobre el EBITDA y el Margen EBITDA registrados por Bavaria. A diciembre de 2006, Bavaria registró un EBITDA de \$2,1 billones comparado con \$1,9 billones registrados a diciembre de 2005. De igual manera, el Margen EBITDA se ubicó en 39% a diciembre de 2006 comparado con 37% a diciembre de 2005. Dado el comportamiento de los ingresos y los gastos a marzo de 2007, el Margen EBITDA de la compañía presentó una disminución ubicándose en 30%.

## Evolución Financiera Bavaria Consolidada



Fuente: Cálculos Duff and Phelps de Colombia S.A.

Los ingresos no operacionales en el año 2006 y marzo de 2007 aumentaron en un 3% y un 88% respectivamente. Los rubros que más incidieron en dicho incremento fueron los relacionados con los ingresos financieros, así como la utilidad en venta de activos. Los ingresos financieros, a diciembre de 2006 aumentaron en un 102% y a marzo de 2007 en un 700%, este aumento se dio como resultado de préstamos realizados a SABMiller. Por su parte, el incremento en la utilidad en venta de activos,

obedece a la política de la compañía de vender los activos no operacionales que se encuentran en su poder, los cuales aumentaron en un 111% y un 31% en diciembre de 2006 y marzo de 2007.

Los gastos no operacionales a diciembre de 2006 presentaron un decrecimiento del 6% y se ubicaron en \$1,5 billones. Esta disminución se dio principalmente por el comportamiento de los gastos por intereses y de otros gastos financieros. La reducción de deuda por cerca de \$81.000 millones a diciembre de 2006 disminuyó considerablemente el monto relacionado a los gastos por intereses el cual pasó de \$483.812 millones a \$381.071 millones entre diciembre de 2005 y diciembre de 2006. Igualmente, esta contracción de los gastos por intereses también estuvo beneficiada por las condiciones financieras favorables de la deuda, resultantes de su reestructuración.

Adicionalmente, se vio una importante reducción en la cuenta de otros gastos financieros, principalmente por un menor gasto asociado a las operaciones de cobertura contratadas por la compañía para mitigar la exposición al riesgo cambiario.

Por su parte, la disminución de los gastos no operacionales en el año 2006 se vio revertido con el aumento de los gastos relacionados a la amortización acelerada de las comisiones bancarias relacionadas con las emisiones de bonos en dólares que tenía Bavaria, las cuales fueron canceladas durante el 2006.

Los buenos resultados operacionales reflejados en un mayor valor de EBITDA registrado a diciembre de 2006 así como la reducción de los gastos por intereses impactó positivamente el nivel de cobertura de la deuda. Es así como el indicador de EBITDA / Intereses pasó a 6,3 veces en 2006 de 4,4 veces en diciembre de 2005. Los resultados operacionales a marzo de 2007, impactaron el nivel de cobertura de la deuda. La no consolidación de Backus, así como también los mayores costos, resultaron en un menor indicador de cobertura EBITDA / Intereses el cual se ubicó en 3,7 veces en marzo de 2007, después de haber sido 5,3 veces en marzo de 2006. Se espera que dicho indicador presente una mejoría al cierre de 2007 producto de mayores ingresos generados con la implementación de las estrategias comerciales de la compañía.

## Balance

A diciembre de 2006, Bavaria tenía activos por \$12 billones, lo que representa un decrecimiento del 3% con relación al año 2005. Este decrecimiento se dio principalmente por la revaluación del peso

# Corporativos Colombia

colombiano que afectó directamente el balance de los intangibles y la valorización de los activos. La propiedad planta y equipo, los intangibles y las valorizaciones contribuyeron con el 76% del total de activos. A marzo de 2007, la compañía registró activos por \$9 billones, evidenciando una disminución del 25% con relación a la cifra registrada a diciembre de 2006. Esta disminución se dio principalmente por la no consolidación de Backus en los estados financieros analizados.

Las cuentas por cobrar han presentado un incremento significativo durante los últimos dos años producto de mayores créditos otorgados a SABMiller. A diciembre de 2005, las cuentas por cobrar se ubicaron en \$453.823 millones, a diciembre de 2006 en \$1,2 billones y a marzo de 2007 en \$835.330 millones. Es importante mencionar que estos créditos son remunerados a tasas de mercado, por esto sus retornos se ven reflejados en el estado de pérdidas y ganancias.

Con la venta de LADCO a SABMiller del paquete de acciones de Backus valorado en US \$702 millones, Bavaria no consolida sus estados financieros con la cervecera peruana puesto que ya no controla a dicha compañía. No obstante, tanto LADCO como Bavaria aun continúan teniendo una participación accionaria de menor proporción en Backus. Es por esto que a marzo de 2007, las inversiones a largo plazo presentan un incremento del 152%, ubicándose en \$458.969 millones, registrando por primera vez, las inversiones que tanto LADCO como Bavaria tienen en Backus.

Tanto a diciembre de 2006 como a marzo de 2007, los intangibles presentaron un decrecimiento del 11% y 44% con respecto a diciembre de 2005 y diciembre de 2006 respectivamente. Este comportamiento se dio por la eliminación de Backus en los estados financieros, así como también por la revaluación del peso colombiano, que disminuyó el balance de los créditos mercantiles.

A diciembre de 2006, Bavaria registró pasivos por \$7,6 billones comparado con \$6,6 billones registrados al cierre de 2005. El aumento en los pasivos durante el 2006 estuvo influenciado primordialmente por el incremento de las cuentas por pagar las cuales al cierre de 2006 ascendieron a \$1,3 billones. Dentro de las cuentas por pagar, se encuentra el saldo de un préstamo que SABMiller le otorgó a LADCO el cual fue utilizado por la última para la realización de operaciones relacionadas con la reestructuración corporativa que esta adelantando la compañía. A marzo de 2007, los pasivos habían disminuido en un 28% con respecto a la cifra registrada al cierre de 2006,

ubicándose en \$5,3 billones. Este decrecimiento se dio por la reducción de la deuda y de las cuentas por pagar.

La nueva administración de Bavaria ha realizado importantes operaciones con el fin de disminuir su deuda y obtener unas mejores condiciones financieras. Es así que, en el año 2006 realizó una importante reestructuración de su deuda, que implicó la sustitución de los bonos 144A emitidos en el exterior (US \$500 millones) por dos créditos sindicados en moneda extranjera que cuentan con unas condiciones financieras mucho más favorables. Igualmente, realizó la cancelación anticipada de los títulos de contenido crediticio Títulos Forward Bavaria y los sustituyó con un crédito en moneda local, el cual se pudo negociar con unas tasas muy inferiores a las anteriores. Además, Bavaria realizó amortizaciones a la deuda, lo que significó una disminución de la deuda en cerca de \$460.000 millones al cierre del año 2006 versus el año 2005.

Con la realización de dichas operaciones, las obligaciones financieras a diciembre de 2006 se ubicaron en \$4,2 billones, un 10% menor a la cifra registrada al cierre de 2005. De estos \$4,2 billones, el 49% correspondía a las emisiones de bonos realizadas por Bavaria en moneda local mientras que las obligaciones financieras en moneda extranjera representaban el 42%. Durante el primer trimestre de 2007, con los recursos obtenidos por la venta de las acciones de Backus, Bavaria canceló US \$494 millones de deuda en moneda extranjera. Dicha transacción redujo de manera importante el nivel de endeudamiento de la compañía el cual pasó de \$4,2 billones en diciembre de 2006 a \$3 billones a marzo de 2007. Con la reducción de la deuda en moneda extranjera, la compañía disminuyó de manera importante el riesgo cambiario. Dicha disminución impactó la composición de las obligaciones financieras las cuales a marzo de 2007 estaban compuestas en un 66,8% por las emisiones de bonos y el 21,5% esta representado por las obligaciones en moneda extranjera.

## Composición Obligaciones Financieras Bavaria

	2006	Mar-07
Moneda Legal	8,78%	11,66%
Moneda Extranjera	42,34%	21,48%
Bonos	48,88%	66,86%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Cálculos Duff and Phelps de Colombia

# Corporativos Colombia

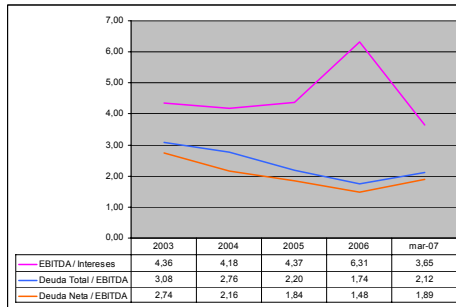
## Detalle de las Emisiones

Emisión	Monto Vigente	Vencimiento	Tasa
Primera	\$40.000 millones	27-Dic-2009	DTF+3%
Segunda	\$640.000 millones	20-Mayo-2014	IPC+7,3%
Tercera	\$370.000 millones	09-Sept-2012	IPC+8,18%
Programa			
Serie A3	\$99.680 millones	29-Jun-2007	DTF+2,3%
Serie B9	\$338.520 millones	29-Jun-2013	IPC+7,5%
Serie C	\$561.800 millones	21-Enero-2015	IPC+6,52%
<b>Total</b>	<b>\$2,05 billones</b>		

Fuente: Bavaria S.A.

Los indicadores de cobertura de la Deuda Total / EBITDA entre el año 2005 y 2006 presentaron una mejoría gracias a la reducción de la deuda al situarse en 1,7 veces en el año 2006 después de ser 2,2 veces en el año 2005. Para marzo de 2007, este indicador aumenta a 2,1 veces debido a que ya no se está consolidando Backus, no obstante, la importante disminución de la deuda permitió que este indicador retornará a los históricamente presentados. Para el cierre del año 2007, se espera que este indicador disminuya aún más, dadas las estrategias de crecimiento y las políticas de reducción de la deuda.

## Evolución Indicadores Financieros de Bavaria



Fuente: Cálculos Duff and Phelps de Colombia S.A.

El patrimonio de Bavaria presentó una reducción importante durante el 2006 como consecuencia de la recompra de acciones por parte de la compañía la cual fue realizada con recursos provenientes de las reservas. A diciembre de 2006 el patrimonio se ubicó en \$3,76 billones comparado con \$4,52 billones registrados a diciembre de 2005.

# Corporativos Colombia

## RESUMEN FINANCIERO BAVARIA S.A. CONSOLIDADO

Resumen Financiero - GEB								
(Cifra en millones de Pesos )								
	3M2007	2006	3M 2006	2005	2004	2003	2002	2001
<b>Indicadores Financieros</b>								
(EBITDA-Minority Interest) /Intereses Financieros(X)	3,6	5,8	4,8	4,0	3,8	4,0	5,5	8,6
EBITDA /Intereses Financieros(X)	3,7	6,3	5,3	4,4	4,2	4,4	5,7	9,0
(EBITDA-Inv. en Act. Fijo)/Intereses Financieros(X)	1,3	4,3	3,1	3,1	3,5	3,6	3,0	1,3
Deuda Financiera Bruta /EBITDA (X)	2,1	1,7	2,1	2,2	2,8	3,1	4,9	1,9
Deuda Financiera Neta/EBITDA (X)	1,9	1,5	1,9	1,8	2,2	2,7	4,3	1,3
Deuda Financiera Total/Capitalización (%)	48,1%	49,4%	43,7%	44,7%	48,4%	54,8%	56,5%	37,6%
<b>Resultados</b>								
Ventas Netas	1.195.795	6.169.250	1.439.133	5.751.406	4.918.676	4.744.325	2.913.867	1.976.397
%Cambio	-16,9%	7,3%	21,8%	16,9%	3,7%	62,8%	47,4%	7,9%
EBITDA	361.869	2.406.339	523.535	2.116.174	2.060.441	1.865.525	1.147.668	663.565
EBITDA - Minority Interest	358.077	2.193.818	476.380	1.949.544	1.871.780	1.699.983	1.109.973	635.881
Margen EBITDA (%)	30,3%	39,0%	36,4%	36,8%	41,9%	39,3%	39,4%	33,6%
Depreciación y Amortización	121.378	635.416	199.464	506.479	470.033	475.686	257.142	245.997
EBIT	240.492	1.770.922	324.071	1.609.694	1.590.408	1.389.839	890.526	417.568
Intereses Financieros	99.094	381.072	98.661	483.812	492.973	428.033	202.406	74.130
Costo de Financiamiento Estimado (%)*	9,6%	8,1%	4,0%	9,2%	7,7%	19,2%	11,3%	5,8%
Utilidad Neta	52.439	34.387	-30.342	-80.437	-80.682	101.407	320.888	180.992
Retorno sobre Patrimonio Promedio(%)	4,9%	0,6%	-1,0%	-1,3%	-2,7%	4,4%	13,4%	4,5%
<b>Flujo de Caja</b>								
Flujo de Caja Operativo	184.512	756.671	193.028	708.758	491.127	766.597	710.446	474.206
Variación del Capital de Trabajo	132.967	258.523	(96.673)	384.225	282.461	(621.796)	(2.752.028)	(824.392)
Flujo de Caja Operativo Neto	317.483	1.008.077	97.668	1.076.093	773.588	144.802	(2.041.582)	(350.186)
Inversiones de Capital	(231.792)	(552.042)	(170.805)	(447.282)	(149.060)	(151.739)	(509.000)	(537.767)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	-	-	-	-	-	165.904	(1.454.028)	(69.515)
Otras Inversiones, Neto	771.084	230.590	25.018	(315.605)	(428.597)	-	-	-
Variación Neta de Deuda	(1.126.798)	(58.414)	(232.580)	(924.098)	102.185	(180.437)	4.361.624	856.826
Variación Neta de Capital	-	-	-	6	-	-	-	-
Pago de Dividendos	(122.123)	(117.492)	(117.492)	(110.989)	(105.207)	(92.038)	(99.782)	(118.990)
Otros Financiamientos, Neto	(89.323)	(49.539)	122.530	240.491	402.787	-	-	-
Variación Neta de Caja y Valores Líquidos	(481.468)	461.181	(275.662)	(481.384)	595.695	(113.509)	257.232	(219.631)
Flujo de Caja Disponible**	160.158	1.519.227	110.241	1.402.675	1.512.209	498.415	(2.353.461)	(800.407)
<b>Balance</b>								
Caja e Inversiones Corrientes	335.670	638.492	485.269	760.930	1.242.314	646.619	603.049	345.816
Activos Totales	9.095.517	12.059.091	12.217.961	12.484.504	13.361.072	12.651.627	12.274.774	5.676.229
Deuda Financiera Corto Plazo	439.726	508.415	203.477	367.029	996.873	1.152.622	1.014.165	480.052
Deuda Financiera Largo Plazo	2.626.201	3.685.379	3.842.344	3.908.005	4.314.321	4.598.443	4.575.263	747.752
Tit. Cebada	0	0	380.080	378.261	383.004	-	-	-
Deuda Bruta	3.065.927	4.193.794	4.425.901	4.653.296	5.694.199	5.751.064	5.589.428	1.227.804
Obligaciones Financieras Fuera de Balance†	485.785	485.786	485.788	485.788	485.788	977.797	1.197.242	949.382
Deuda Financiera Total‡	3.551.712	4.679.580	4.531.609	4.760.823	5.796.983	6.728.861	6.786.670	2.177.186
Deuda Neta	2.730.258	3.555.302	3.940.632	3.892.365	4.451.885	5.104.446	4.986.379	881.988
Patrimonio (Incl. Participación Minoritaria)	3.837.148	4.797.008	5.847.496	5.899.240	6.187.018	5.550.505	5.220.165	3.617.731
Capitalización	7.388.861	9.476.589	10.379.106	10.660.063	11.984.001	12.279.366	12.006.835	5.794.917
<b>Liquidez</b>								
Deuda Corto Plazo/Deuda Financiera Total	12,4%	10,9%	4,5%	7,7%	17,2%	17,1%	14,9%	22,0%
Caja e Inversiones Corrientes/Deuda Corto Plazo(X)	0,8	1,3	2,4	2,1	1,2	0,6	0,6	0,7
EBITDA/(Deuda Corto Plazo + Gastos Financieros)(X)	1,7	2,5	1,6	2,3	1,3	1,1	0,9	1,1

\*Costo de Financiamiento Estimado = Intereses Financieros / Deuda Financiera Total Promedio.

\*\*Flujo de Caja Libre=EBITDA-Intereses Financieros-Variación en Capital de Trabajo-

Inv. en Activos Fijos. †Incluye arrendamientos operacionales multiplicado por ocho, y otros tipos de obligaciones con características de deuda financiera.

‡Deuda Financiera Total incluye Obligaciones Financieras Fuera de Balance. Capitalización = Deuda Financiera Total + Patrimonio (Incl. Participación Minoritaria)

EBITDA=Resultado de Operación + Depreciación y Amortización

**La calificación de riesgo crediticio de Duff & Phelps de Colombia S.A. Sociedad Calificadora de Valores constituye una opinión profesional y en ningún momento implica una recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni constituye garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado. La información ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por consiguiente la firma no se hace responsable por errores, omisiones o por los resultados obtenidos del uso de esta información.**

**Miembros del Comité Técnico de Calificación que participaron en la reunión en la cual se asignó la(s) presente(s) calificación(es) \*: Gustavo Aristizabal, Juan Camilo Cabrera, Carlos Ramírez, Glauca Calp y Milena Carrizosa.**

**\*Las hojas de vida de los Miembros del Comité Técnico podrán consultarse en la página web de la Sociedad Calificadora: [www.dcrcolombia.com.co](http://www.dcrcolombia.com.co)**