

8/12



04036215

BEST AVAILABLE COPY

82- SUBMISSIONS FACING SHEET

Follow-Up
Materials

MICROFICHE CONTROL LABEL



REGISTRANT'S NAME

Cerveceria Nacional S.A.

*CURRENT ADDRESS

PROCESSED

AUG 16 2004

THOMSON
FINANCIAL

**FORMER NAME

**NEW ADDRESS

FILE NO. 82-

4704

FISCAL YEAR

12/31-03

• Complete for initial submissions only •• Please note name and address changes

INDICATE FORM TYPE TO BE USED FOR WORKLOAD ENTRY:

12G3-2B (INITIAL FILING)

☐

AR/S (ANNUAL REPORT)

☒

12G32BR (REINSTATEMENT)

☐

SUPPL (OTHER)

☐

DEF 14A (PROXY)

☐

OICF/BY:

dlw

DEF :

8/12/04

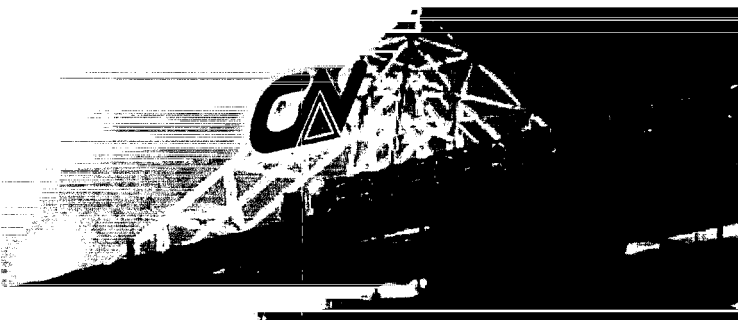
File No. 82-4704

Grupo Empresarial Bavaria



AAIS
12/1-03

RECEIVED
JUN 12 12 13
OFFICE OF INTERNATIONAL
CORPORATE FINANCE



Informe Anual 2003 Annual Report 2003



Junta Directiva • 3

Board of Directors

Principales Ejecutivos • 4

Main Executives

Informe de Gestión • 5

Management's Report

Informe de los Auditores Independientes • 15

Report of Independent Accountants

Balances Generales Consolidados • 16

Consolidated Balance Sheets

Estados Consolidados de Resultados • 17

Consolidated Statement of Income

Notas complementarias • 18

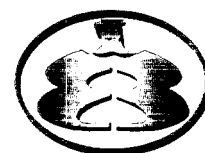
Notes to Consolidated Financial Statement

Estados Consolidados de Flujos de Efectivo • 19

Consolidated Statement of Cash Flows

Datos Financieros Sobresalientes • 21

Financial Highlights



Grupo Empresarial
Bavaria

Informe Anual 2003 *Annual Report 2003*

Junta Directiva

Board of Directors

Directores / Directors

Principales / Principals

Julio Mario Santo Domingo

Alejandro Santo Domingo Dávila

Ricardo Obregón Trujillo

Jon David Silverman

Julio Mario Santo Domingo Braga

Carlos Bentín Remy

Suplentes / Deputies

Alberto Preciado Arbeláez

Carlos Alejandro Pérez Dávila

Víctor Alberto Machado Pérez

Edgardo Báez Noguera

Juan Carlos García Cañizares

Roberto Alemán Healy

Dignatarios / Officers

Julio Mario Santo Domingo

Alejandro Santo Domingo Dávila

Darío Castaño Zapata

Roberto Alemán Healy

Víctor Alberto Machado Pérez

Presidente / President

Vicepresidente / Vicepresident

Presidente Ejecutivo / Executive President

Tesorero / Treasurer

Secretario / Secretary

Representante Legal / Legal Representative

Darío Castaño Zapata

Domicilio Social / Domicile of Corporation

Panamá, República de Panamá,

Avenida Ricardo J. Alfaro – Edificio Pasadena

Apartado 6-1393, El Dorado

Teléfono (507) 236-1400

Audidores / Auditors

PricewaterhouseCoopers

Principales Ejecutivos

Main Executives

Darío Castaño Zapata

Presidente Ejecutivo /
Executive President

Ricardo Janson Calhoun

Vicepresidente de Operaciones /
Vice-President of Operations

Antonio Richa Mawad

Vicepresidente Financiero /
Vice-President of Finances

Juan Antonio Fábrega

Vicepresidente Comercial /
Commercial Vice-President

Eduardo Antonio Vaccaro

Vicepresidente Mercadeo /
Marketing Vice-President

Carlos M. Gómez

Vicepresidente de Manufactura /
Vice-President of Manufacturing

Amparo Alarcón

Directora de Comunicaciones /
Director of Communications

Marcela Hoyos

Directora Administrativa /
Administrative Director

Alfonso Aponte

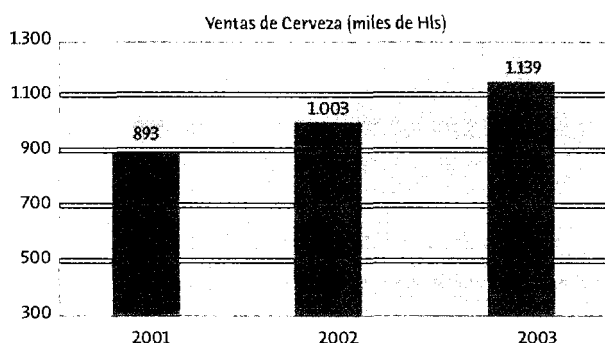
Director de Recursos Humanos /
Human Resources Director



Informe De Gestión

Después de un período de incertidumbre, la economía nacional cambió la tendencia y nuevamente regresamos a valores positivos en los principales indicadores macroeconómicos. Es así como registramos un crecimiento del PIB superior al 3.5%, según datos preliminares, lo que implica que el PIB per cápita se recuperó, luego de haber perdido valor en años anteriores. A su vez, la disminución del desempleo, impulsada por un importante crecimiento de la industria de la construcción, ha impactado favorablemente en la industria de las bebidas, con la cual está estrechamente relacionada.

En lo particular, la estrategia planteada en el Grupo Cervecería Nacional desde principios del 2002 y ratificada para la vigencia del 2003, viene demostrando que es acertada, puesto que, al crecimiento en el volumen de cervezas de 12.2% en el 2002, le siguió un crecimiento en 2003 de 13.6%. En valores absolutos y sumando todos los productos vendidos (cervezas, lácteos, sodas y bebidas de fruta) vendimos un total de 2,049,092.00 HL.



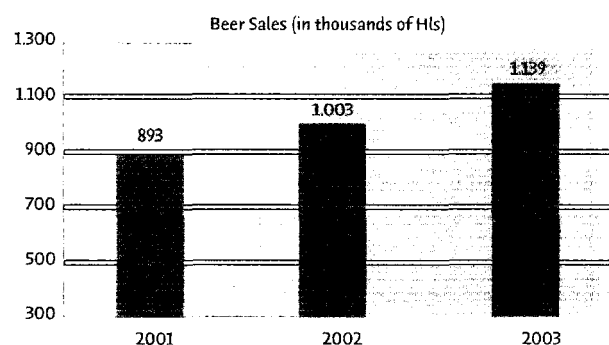
Con estos resultados, el consumo de cerveza en Panamá ha logrado recuperarse, pasando de 44 litros per cápita en el 2001, hasta cerca de 50 litros, obtenidos en el 2003. Es claro

Management's Report

After a period of uncertainty, the national economy changed its trend and once again the return to positive values in the main macroeconomic indicators. According to preliminary data, this is reflected in a GDP growth higher than 3.5%, suggesting the recovery of the GDP per capita, after having lost its values in past years. A decline in unemployment, thrust by the important growth in the construction industry, has favorably impacted the beverage industry, to which it is closely related.

Particularly, the strategy set forth by the Cervecería Nacional Group as from early 2002 and ratified for the 2003 term, has proven to be the right one, since the 12.2% growth in 2002 in the beer volume, was followed by 13.6% growth in 2003. In absolute values and adding all products sold (beer, dairy, soft drinks and fruit beverages) we sold a total of 2,049,092.00 HL. With these results, beer consumption in Panama has recovered, passing from 44 liters per capita in 2001, increasing up to the 50 liters, obtained in 2003. It is clear that consumers are receiving products that they demand under satisfactory conditions.

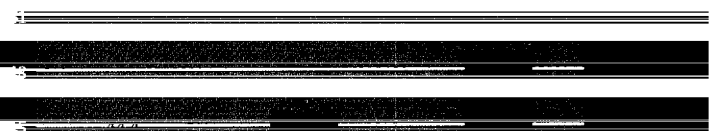
For the current year report, our goal was to increase the company's value in the market, improve operating costs and expenses, increase sales values above vegetative growth in



order to recover per capita consumption, **modernize the operational structure with IT support, increase the**

que el consumidor está recibiendo los productos que **productivity of our human resources and, more**
importantly, fully satisfy our retail consumers and
consumers in general, the raison d'être of our business.
Today we proudly report that all objectives set forth were
achieved, and some even exceeded our expectations.
A good way to measure product acceptance level is
consumption per habitant, which is commonly called
consumption per capita, in the beer business it is
measured in liters consumed per person. In this item
Panama held the third position in Latin America, however
during past years it presented a decline in this indicator.
After analyzing the causes for this, a strategy that
resulted in an increase higher than 8% in consumption in
2003 was laid down.

Consumption per Capita



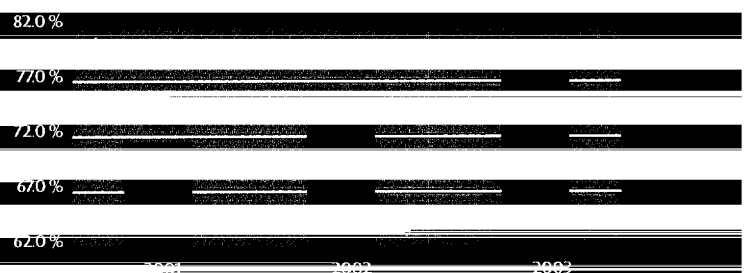
Una buena manera de medir el grado de aceptación de un
 producto es el consumo del mismo por habitante o



comúnmente denominado consumo per cápita, que en el
 negocio de cerveza se mide en litros consumidos por
 persona. Panamá ha ocupado el tercer lugar en este rubro
 en América Latina, pero en los últimos años venía
 presentando un deterioro en este indicador.
 Después de analizar las causas de esto, se trazó una
 estrategia que dio como resultado un aumento de más de
 8% en el consumo en el 2003.

Furthermore, when measuring the level of preference that
 a manufacturer's brands have in a consumer, the Market
 Share of the different competitors is determined.

National beer market share



In Panama the preference for the beers of Cerveceria

dirección de suministros que nos permitieron obtener

economías importantes y lograr mejores eficiencias en **Beer**

nuestros procesos.

Definitely sales results in 2003, confirmed the positive

Además, logramos ahorros sostenibles, gracias a una

trend in force since early 2002. Take into account that

mejor definición en los límites de responsabilidad en

during 2002, sales increased over 12%, and this was the

materia de seguros.

entrée for the over 13% growth that interests us. This

en fabricación, se superaron todas las metas que nos

means that in two years our beer sales have increased 27%.

propusimos alcanzar, en términos de indicadores

Many activities have allowed us to reach this growth. We

industriales, producto del plan estratégico de

will start by mentioning the launch of GOLDBEST beer

manufactura. Por su importante peso en el costo del

during the first part of April, and which at the end of the

producto, merecen mencionarse los siguientes: la merma

year reached a 3.5% market share nationally. Other

volumétrica, el consumo unitario de agua, los consumos

variables which were part of the work of the sales team

unitarios de energía térmica y eléctrica y el

were: to increase consumption events and strengthen

aprovechamiento de materias primas. Como resultado de

existing ones, reinforce our position and the brand's image

esto, el costo por hectolitro disminuyó en 10%.

at sales points, price policy management throughout the

en material de disciplina laboral, debe destacarse el

entire sales structure, furthermore, better demand

amiento de la productividad en fábrica de 25.7%.

planning thus guaranteeing that retailers will always have

finalmente en lo que respecta a la actividad industrial, se

the product at the right time.

racionalizó el nivel de inventarios de repuestos,

representando una reducción de un poco menos de medio

Soft drinks and beverages

millón de balboas, con el consiguiente ahorro en costo del

One of the objectives set forth for this area of the

anero.

Company was the downsizing of the product portfolio. As

result thereof, we eliminated the distribution of the

brand Libby's, we ceased to produce some low profit

Cerveza

cheese references and the production of the "Nacional"

Definitivamente los resultados de ventas en el 2003.

milk brand was discontinued. In turn, the marketing for

confirmaron la tendencia positiva vigente desde

our own beverage brand LUSITA was reinforced and the

principios del 2002. Recuerden cómo en ese año las

distribution of the milk brand "La Chiricana" was extended

ventas habían crecido más del 12%, lo que fue el aperitivo

to the national market.

para el crecimiento del año que nos ocupa de más de 13%.

On the soft drinks side, we successfully launched three

esto quiere decir que en dos años nuestras ventas de

new products. In January PEPSI TWIST was launched, the

cervezas han aumentado 27%.

classic beverage, now with the incorporation of lemon

han sido múltiples las actividades que nos han permitido

flavor. MOUNTAIN DEW was launched in June into the

alcanzar estos crecimientos. Empecemos por señalar el

market, citrus flavored soft drink, which is the fastest

lanzamiento de la cerveza GOLDBEST a principios de abril, a cual alcanzó al fin del año una participación de 3.5% del mercado nacional. Otras variables que hicieron parte del trabajo del equipo de ventas fueron: Incremento de las prestaciones de consumo y fortalecimiento de las existentes,

reforzamiento de nuestra posición en el punto de venta y de imagen de marca, administración de la política de precios en toda la estructura de ventas y aún más, una mayor planificación de la demanda que garantiza al detallista tener el producto siempre en el momento oportuno.

Adicionalmente,

gaseosas y bebidas.

Uno de los objetivos trazados para esta área de la compañía fue la racionalización del portafolio de productos. Como resultado de esto, eliminamos la distribución de la marca Libby's, dejamos de producir algunas referencias de quesos de baja rentabilidad y se descontinuó la producción de la marca de leche Nacional.

En cambio se reforzó el mercadeo de nuestra marca propia de bebidas LUSITA y se extendió al mercado nacional la distribución de la marca de leche "La Chiricana".

Por el lado de las bebidas gaseosas, tuvimos tres lanzamientos de productos nuevos con gran éxito. En enero, lanzamos PEPSI TWIST, la clásica bebida ahora con sabor de limón incorporado. En junio, salió al Mercado MOUNTAIN DEW, gaseosa de sabor cítrico, que es la

marca de mayor crecimiento en el mercado norteamericano. Para cerrar el año, en el mes de noviembre, lanzamos la PEPSI-BLUE, producto de edición

limitada sólo para las fiestas de Navidad y Año Nuevo. En sólo bebidas diferentes a cerveza, la cifra de

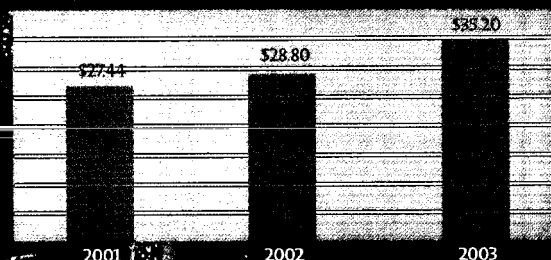
growing brand in the North American market, and to close the year, during November, we launched PEPSI BLUE, a limited edition product for the Christmas and New Year holidays. In beverages other than beer, the sales figure reached 90 million liters.

During the 2003 term, different technology projects were developed with the purpose of reaching different goals proposed, especially to acquire a level of excellence in the Market execution.

The "Data Warehouse" application was implemented for the integral management of information and lay down the foundations for the future development of the business' intelligence.

We successfully implemented the APO-SAP supply chain optimizer, which entered into production in October. Resources in the purchase of input and raw materials are optimized and manufacturing orders for different products are placed with great precision and finally optimum inventories are kept for the different market requests.

EBITDA (millions of Dollars)



In addition to the increase in manufacturing productivity in 25.7%, a management model per competences was

ventas alcanzó 90 millones de litros.

developed, the same will allow us to properly program

training programs strictly by need, develop administrative

career plans and evaluate the performance of our

collaborators with precision.

Durante la vigencia 2003, se desarrollaron varios proyectos de tecnología con el fin de alcanzar varias de las

metas propuestas, especialmente adquirir un nivel de

excelencia en la ejecución en el Mercado.

As a consequence of the operations described in the

se implementó la aplicación de "Data Warehouse" para el manejo integrado de la información y sentar base para el desarrollo futuro de inteligencia de negocios.

foregoing paragraphs and other activities inherent to the

financial area, the results obtained result in operating profits for \$20.14 million, 375% greater than the previous

también implementamos exitosamente el optimizador de la cadena de suministros APO-SAP entrando en productivo

year, when it had been \$14.64 million. Results before taxes is of \$13.66 million, where \$2.7 million have been

en octubre. Con esto se optimizan los recursos en la compra de insumos y materias primas, se colocan con gran

discounted, these correspond to organizational restructuring expenses, in addition to other non-recurring

precisión los pedidos de fabricación de los distintos

expenses approaching half a million dollars.

productos y finalmente se mantienen inventarios óptimos

Earnings before taxes, amortizations and depreciations

en las diferentes instancias del mercado.

(EBITDA) added up to \$35.2 million with 22.2% growth regarding the previous year and 28.3% greater than 2001¹.

It is also important to mention that risk rater FITCH

Aparte del incremento en productividad en fabricación del 5.7%, en esta área se desarrolló un modelo de gestión por

Centroamérica S.A. after analyzing the company's behavior and its credit quality, improved the risk rating of

competencias que nos permitira programar

Cerveceria Nacional, S.A. passing from AA_{pan} to AA_{pan} in

adecuadamente los planes de formación por estricta

July 2003.

necesidad, desarrollar planes de carrera administrativa y

This rating remained unchanged until December, due to

evaluar con precisión el desempeño de nuestros

"financial strength, the leading position of the company in

colaboradores.

the beer market, diversity in its income, the country's

economic situation and the experience of Bavaria the

Colombian majority shareholder partner", as evident in

Como consecuencia de las operaciones descritas en

the risk analysis prepared by the firm.

parrafos anteriores y otras actividades propias del área

financiera, los resultados obtenidos dan una utilidad de

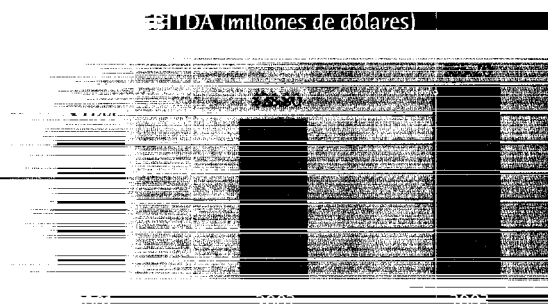
operación de \$20.14 millones, 375% mayor que el año

anterior, cuando había sido de \$14.64 Millones. El

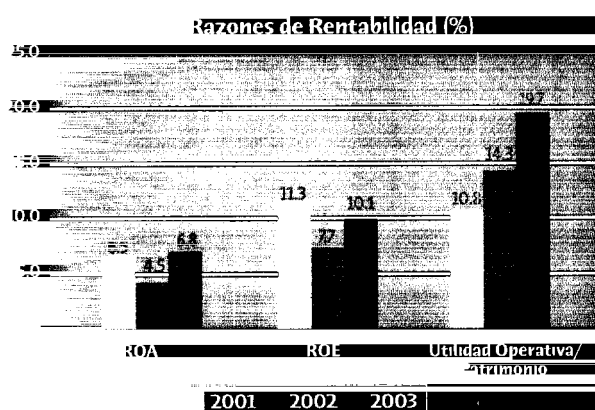
resultado antes de impuestos es de \$13.66 millones, en los

¹ EBITDA for 2001 does not include Envases del Istmo, to make it comparable with the following years.)

que se han descontado \$2.7 millones que corresponden a gastos de reestructuración de la organización, además de otros gastos no recurrentes cercanos al medio millón de dólares. Las utilidades antes de impuestos, amortizaciones y depreciaciones (EBITDA) sumaron \$35.2 millones con un crecimiento de 22.2% con respecto al año anterior y 28.3% mayor que el 2001¹.



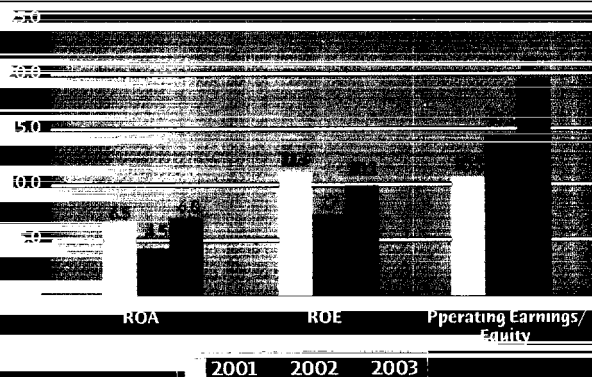
Es también importante señalar que la calificadora de riesgo Fitch Centroamérica S.A. después de analizar el comportamiento de la compañía y su calidad crediticia, mejoró la calificación de riesgo de Cervecería Nacional, S.A. al pasar de AA-_{pan} a AA-_{pan} en julio de 2003.



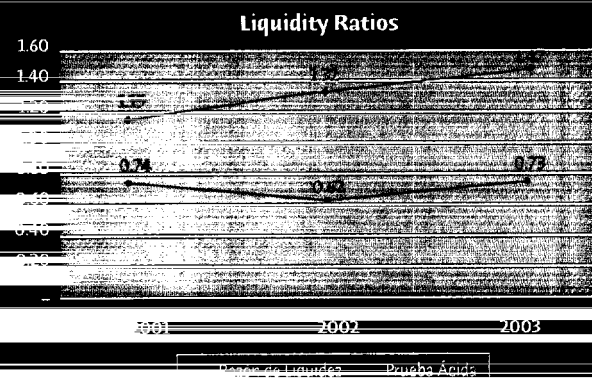
Esta calificación fue mantenida en el mes de diciembre, por nuestra "fortaleza financiera, la posición dominante de la firma en el mercado cervecero, la diversificación de

¹ EBITDA del año 2001, no incluye Envases del Istmo, para hacerlo comparable a los años siguientes.

Profitability Ratios (%)



Prior to the end of the year, the negotiation that resulted in the purchase of a minority shareholding in Embotelladora Centroamericana, S. A. ECSA, official



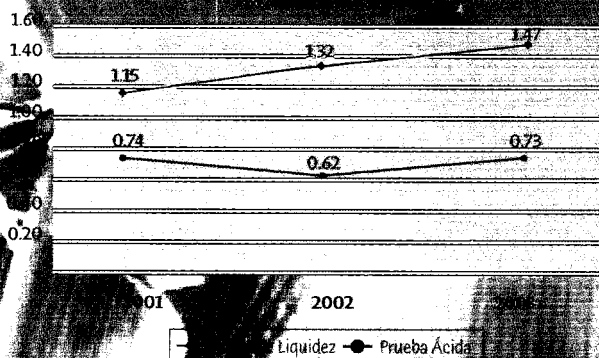
botling company of the Pepsico Internacional products in Costa Rica concluded.

Our commitment with the community is an important element in our entrepreneurial development. To be a good corporate citizen and actively collaborate with important social works, will continue to be reasons for enormous satisfaction and serious commitment with Panama. This year, we supported the Telethon 20-30, an organization that every year seeks to improve the quality of life of children, through its contribution to health, education and sustainable. Furthermore, we have constantly contributed with sports, supporting our youth, which everyday becomes ever more prepared to leave high the name of

SUS INGRESOS, LA DIVERSIDAD COMUNITARIA DEL PAÍS Y LA PARTICIPACIÓN

THE COMPANY

el análisis de riesgos, el cual se resume en:



Antes del fin de año se cerró una negociación para la compra de la compañía de participación minoritaria de la Emballadora Centroamericana, S. A. ECCSA, empresa líder nacional de los productos de Pepsico Internacional en Costa Rica.

Responsabilidad Social

Nuestro compromiso con la comunidad es un elemento importante en el desarrollo empresarial. Como buen ciudadano, buscamos y colaboramos con el bien común, con importantes acciones de carácter social, teniendo como motivos de inspiración el bienestar de los habitantes de Panamá. Nuestra labor se aplica a las más de 30 organizaciones que, año tras año, trabajan en el mejoramiento de vida de niños y niñas, mediante su alimentación, salud, educación y desarrollo sostenible. Así mismo, hemos contribuido con el deporte de manera constante, apoyando a nuestra juventud, que cada día se prepara aún más para dejar en alto el nombre de nuestro país.

Además, apoyamos importantes actividades de orden cultural, como lo fue el Primer Festival de Jazz y diversas exposiciones de arte en la ciudad.

Conclusiones

Para 2004, we expect the national economy to behave similar to that reported for this year. If so, the dynamic demand of the organization currently allows us to speculate we will again have an exceedingly successful year.

We expect to maintain the trend that we have followed since early 2003. Therefore, in addition to the already defined business strategy, we will further strengthen the organization with technological means. A Profit and Costs Analysis Module associated to "Business Warehouse" (BW) will be implemented to handle management indicators, the full integration of the price and margin management module, and the implementation of APO-SAP optimizer throughout the entire supply chain, covering the entire product portfolio and the entire value chain. The implementation of these systems represents an excellent example of excellence in the integration of technology and commercial benefits and cost reduction.

Training will continue to be one of our main priorities. We undoubtedly recognize our external suppliers as a competitive advantage. Their integration into our business orientation and the endless search for new products and end consumer, their identification and their selection, that our product will arrive timely to our customers with high quality standards.

In manufacturing, investments are directed to the improvement of plant efficiencies and assure compliance with environmental provisions in force. It is clear that the

technological resources described, placed at the service of proven and even more fine tuned strategies. But in spite of

Para el año 2004, esperamos que la economía nacional se

comporte en forma similar a la reportada en este año. Si así fuera, la dinámica que tiene en este momento nuestra organización nos permite vislumbrar que tendremos nuevamente un período exitoso.

Esperamos mantener la tendencia que traemos desde inicios del 2002. Para ello, aparte de la estrategia de negocios ya probada, fortaleceremos aún más la organización con herramientas de tecnología. Se implementará un módulo de Análisis de Rentabilidad y Costos asociado con "Business Warehouse" (BW) para el manejo de indicadores de gestión; plena ejecución del modelo de administración de márgenes y precios; aplicación del optimizador APO-SAP en toda la cadena de suministros y para todo el portafolio de productos y la implementación complementaria de un optimizador de rutas que nos permitirá alcanzar la excelencia en el servicio de reparto al detallista, con grandes beneficios comerciales y de reducción de costos.

La capacitación seguirá siendo uno de nuestros principales objetivos en el 2004. Reconocemos a nuestros ejecutivos y colaboradores como una indiscutible ventaja competitiva. Su orientación al cliente interno y externo, y la incesante búsqueda de la satisfacción del consumidor final, su determinación y habilidad, son la garantía de que nuestros productos lleguen con un alto estándar de calidad y oportunamente a su destino.

En manufactura, las inversiones estarán orientadas a mejorar las eficiencias de la planta y a asegurar el cumplimiento con las normas ambientales establecidas. Es claro que mantener esta tendencia de crecimiento en todas las áreas del negocio, tiene el soporte de los recursos tecnológicos descritos, puestos al servicio de estrategias probadas y refinadas cada vez más. Pero a pesar de esto, no conseguiríamos estos niveles de excelencia, si no fuera por el enorme compromiso de todo el equipo humano de la organización, quienes tienen claro que

this, we would not achieve these levels of excellence, if it were not for the enormous commitment of the entire human team of the organization, who have clear that we live in a highly competitive environment where only those companies that have the best people succeed.

Summarizing, we feel proud of the achievements reached during the 2003 fiscal year. In financial terms, we have continued to reap excellent operational results, while we maintain complete our vocation to satisfy the needs of our customers, business partners, investors and all our collaborators.

To our consumers, associate entrepreneurs throughout the entire value chain and you the Shareholders, our appreciation for the constant support and encouragement to continue growing.

vivimos en un ambiente de alta competencia donde sólo triunfan aquellas empresas que tienen la mejor gente.

En resumen, nos sentimos orgullosos de los logros alcanzados durante el año fiscal 2003. En términos financieros, hemos seguido cosechando excelentes resultados operativos, mientras mantenemos íntegra nuestra vocación por satisfacer las necesidades de nuestros clientes, socios del negocio, de los inversionistas y todos nuestros colaboradores.

A nuestros consumidores, a los empresarios asociados en toda la cadena de valor y a ustedes señores accionistas, nuestro reconocido agradecimiento por el apoyo constante y estímulo para seguir creciendo.

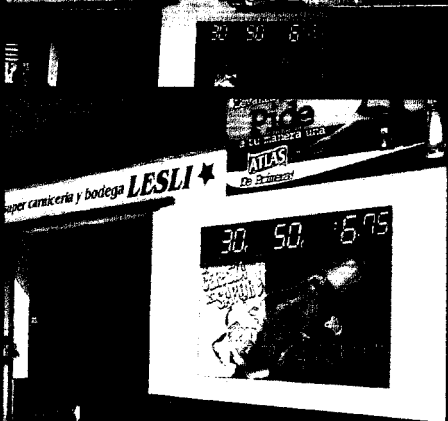
24 de marzo de 2004 / March 24, 2004



Ing. Darío Castaño Zapata

Presidente Ejecutivo / Executive President

Cervecería Nacional, S.A.



Informe de los Auditores Independientes

A la Junta Directiva y Accionistas de
Cervecería Nacional, S. A.

Hemos auditado los estados financieros consolidados de Cervecería Nacional, S. A. y sus Subsidiarias por los años terminados el 31 de diciembre de 2003 y 2002, de los cuales fueron derivados los balances generales, estados de resultados y flujos de efectivo resumidos, de acuerdo a las Normas Internacionales de Auditoría. En nuestro dictamen fechado el 30 de enero de 2004, expresamos una opinión sin salvedad sobre los estados financieros consolidados, de los cuales se derivaron los estados financieros resumidos.

En nuestra opinión, los estados financieros resumidos que se acompañan son consistentes, respecto de todo lo importante, con los estados financieros consolidados de los cuales se derivaron.

Estos estados financieros incluyen los balances generales, estados de resultados y flujos de efectivo por los años terminados el 31 de diciembre de 2003 y 2002.

Para una mejor comprensión de la situación financiera de Cervecería Nacional, S. A. y sus Subsidiarias y de los resultados de sus operaciones y sus flujos de efectivo por los años terminados el 31 de diciembre de 2003 y 2002 y del alcance de nuestras auditorías, los estados financieros resumidos deberían leerse conjuntamente con los estados financieros de los cuales se derivaron los estados financieros resumidos, y por lo tanto, nuestro dictamen de auditoría.

30 de enero de 2004

Panamá, República de Panamá

Report of Independent Accountants

To the Board of Directors and Shareholders of
Cerveceria Nacional, S. A.

We have audited the consolidated financial statements of Cerveceria Nacional, S. A. and its Subsidiaries for the years ended December 31, 2003 and 2002, from which the summarized balance sheets, statements of income and cash flows were derived, in accordance with International Standards on Auditing. In our report dated January 30, 2004, we expressed an unqualified opinion on the consolidated financial statements from which the summarized financial statements were derived.

In our opinion, the accompanying summarized financial statements are consistent, in all material respects, with the consolidated financial statements from which they were derived. These summarized financial statements include the balance sheets, statements of income and cash flows for the years ended as of December 31, 2003 and 2002.

For a better understanding of Cerveceria Nacional, S. A. and its Subsidiaries financial position and the results of its operations and its cash flows for the periods and of the scope of our audits, the summarized financial statements should be read in conjunction with the financial statements from which the summarized financial statements were derived and our audit report thereon.

January 30, 2004

Panama, Republic of Panama

CERVECERIA NACIONAL, S. A.

Balances Generales Consolidados

Consolidated Balance Sheets

(En miles de dólares/in thousand US\$)

	Año terminado el 31 de diciembre 2003	/ Year ended / December 31 2002
Activos / Assets		
Activos corrientes / Current assets:		
Efectivo / Cash	B/. 873	B/. 5,491
Documentos y cuentas por cobrar, neto / Notes and accounts receivable, net	13,064	15,773
Cuentas por cobrar- Afiliada / Accounts receivable - Affiliated	-	10,002
Inventarios, netos / Inventories, net	19,254	19,600
Impuesto sobre la renta pagado por anticipado / Prepaid income taxes	2,076	3,862
Gastos pagados por anticipado / Prepaid expenses	931	720
Total activos corrientes / Total current assets	36,198	55,448
Inversiones y adelantos en compañías afiliadas, al método de participación en el patrimonio / Investments and advances in affiliated companies, at equity	10,203	12,194
Otras inversiones / Other investments	7,740	2,117
Fondo de cesantía/ Severance and indemnity fund	4,020	3,328
Propiedades, planta y equipos, netos / Properties, plant and equipment, net	91,269	94,397
Otros activos / Other assets	2,465	2,642
Total activos / Total assets	151,895	170,126
Pasivos e inversión de los accionistas / Liabilities and shareholders' equity		
Pasivos corrientes / Current liabilities:		
Préstamos por pagar / Loans	B/. 11,384	B/. 33,884
Bonos por pagar / Corporate bonds payable	-	1,000
Documentos y cuentas por pagar / Notes and accounts payable	13,207	11,851
Prestaciones y gastos acumulados por pagar / Accrued expenses	1,534	1,441
Impuesto sobre la renta por pagar / Income tax payable	1,216	9
Total pasivos corrientes / Total current liabilities	27,341	48,185
Préstamos por pagar, netos de porción corriente / Loans, net of current portion	13,315	17,499
Documentos por pagar / Documents payable	3,120	-
Prima de antigüedad e indemnización acumuladas / Seniority premium and indemnization payable	1,349	942
Impuesto sobre la renta diferido / Deferred income tax	4,649	4,295
Total pasivos / Total liabilities	49,774	70,921
Interés de accionistas minoritarios en subsidiarias consolidadas / Minority interest	956	948
Compromisos y contingencias / Commitments and contingencies		
Inversión de los accionistas / Shareholders' equity:		
Acciones comunes, sin valor nominal / Common stock, no par value:		
Acciones autorizadas - 40,000,000 / Authorized shares - 40,000,000		
Acciones emitidas - 16,200,000 / Issued shares - 16,200,000	51,787	51,672
Utilidades retenidas/ Retained earnings	60,868	58,075
	112,655	109,747
Acciones en Tesorería 840,738 (en el 2002 y 2001) / Treasury Shares 840,738 (at 2002 and 2001)	(11,490)	(11,490)
Total inversión de los accionistas / Total shareholders' equity	101,165	98,257
Total pasivos e inversión de los accionistas / Total liabilities and shareholders' equity	B/. 151,895	B/. 170,126

CERVECERIA NACIONAL, S. A.
Estados Consolidados de Resultados
Consolidated Statements of Income

(En miles de dólares / in thousand US\$)

	Año terminado el 31 de diciembre	/ Year ended / December 31
	2003	2002
Ingresos / Income:		
Ventas netas / Net sales	144,289	143,041
Costo de ventas / Cost of goods sold	70,742	72,181
Contribución marginal / Gross profit	73,547	70,860
 Gastos de ventas, generales y administrativos / Selling, general and administrative expenses	53,404	56,213
Resultado de Operación / Operational Income	20,143	14,647
 Otros ingresos / Other income	384	848
Alquileres ganados/ Rent	69	205
Intereses ganados / Interest earned	169	174
Ganancia en venta de propiedades / Gain on sales of properties	202	-
Dividendos ganados / Dividends earned	11	8
	835	1,235
 Intereses y cargos financieros / Interest and financial charges	(972)	(1,433)
Participación en utilidades de compañías afiliadas / Equity in earnings of affiliated companies	(2,745)	(542)
 Utilidad antes de gastos de reestructuración/ Income before restructuring expenses	17,261	13,907
 Gastos de reestructuración / Restructuring expenses	3,604	5,384
 Utilidad antes del impuesto sobre la renta/ Income before income taxes	13,657	8,523
 Impuesto sobre la renta / Income taxes:		
Corriente / Current	3,014	310
Diferido / Deferred	354	498
Total impuesto sobre la renta / Total income taxes	3,368	808
 Participación de accionistas minoritarios en Utilidad de subsidiaria consolidada / Minority interest participation	9	42
 Utilidad neta / Net income	<u>B/. 10,280</u>	<u>B/. 7,673</u>

CERVECERIA NACIONAL, S. A.
Notas Complementarias
Notes To Consolidated Financial Statements

(En miles de dólares / in thousand US\$)

1. Documentos y Cuentas por Cobrar / Notes and Accounts Receivable

	2003	2002
Cientes / <i>Customers</i>	13,404	15,049
Provisión para cuentas de cobro dudoso / <i>Allowance for bad debts</i>	(1,317)	(962)
	12,087	14,087
Empleados / <i>Employees</i>	37	64
Otras / <i>Other</i>	940	1,623
Total	B/. 13,064	B/. 15,774

2. Propiedades, Planta y Equipos / Properties, Plant and Equipment

	2003	2002
Maquinaria y equipo / <i>Machinery and equipment</i>	B/. 103,682	B/. 113,780
Edificio y Mejoras / <i>Buildings and improvements</i>	25,943	25,915
Terrenos / <i>Land</i>	19,315	19,389
Mobiliario y equipo de oficina / <i>Furniture and office equipment</i>	11,366	14,116
	160,306	173,200
Depreciación y amortización acumulada / <i>Accumulated depreciation and amortization</i>	(72,145)	(79,470)
	88,161	93,730
Construcciones en Proceso / <i>Constructions in process</i>	3,108	667
	B/. 91,269	B/. 94,397

3. Otras Inversiones / Other Investments

	2003	2002
Acciones de compañías Nacionales / <i>Shares of Panamanian companies</i>	B/. 1,384	B/. 1,400
Acciones de compañías Extranjeras / <i>Shares of Foreign companies</i>	B/. 6,270	-
Bonos agropecuarios de empresas privadas / <i>Corporate bonds of Panamanian companies</i>	-	50
Bonos del Estado / <i>Government of Panama bonds</i>	86	667
	B/. 7,740	B/. 2,117

4. Préstamos por Pagar / Bank Loans

	2003	2002
Lloyds Bank	B/. 2,880	B/. 7,320
HSBC Bank (The Chase Manhattan Bank, N.A.)	2,000	6,200
Banco Nationale de Paris, Paribas	1,500	2,000
City Bank N.A.	-	3,000
The Bank of Nova Scotia	15,619	21,563
Bank Boston, S.A.	2,700	4,800
Dresdner Bank	1	6,500
	B/. 24,699	B/. 51,383

CERVECERIA NACIONAL, S. A.
Estados Consolidados de Flujos de Efectivo
Consolidated Statements of Cash Flows

(En miles de dólares / in thousand US\$)

	Año terminado el 31 de diciembre 2003	/ Year ended / December 31 2002
Actividades de operación / Operating activities		
Utilidad antes del impuesto sobre la renta, gastos de reestructuración y participación de accionistas minoritarios en subsidiaria consolidada / <i>Income before income tax, restructuring expenses and minority interest participation</i>	B/. 17,261	B/. 13,907
Ajustes para conciliar la utilidad antes del impuesto sobre la renta, gastos de reestructuración y participación de accionistas minoritarios en subsidiaria consolidada con el efectivo neto provisto por las actividades de operación: / <i>Adjustments to reconcile income before income tax, restructuring expenses and minority interest participation to net cash provided by operating activities:</i>		
Ganancia en venta de propiedades / <i>Gain on sales of properties</i>	(202)	-
Depreciación y amortización / <i>Depreciation and amortization</i>	9,369	9,669
Provisión para documentos y cuentas de cobro dudoso / <i>Allowance for bad debts</i>	510	390
Amortización de botellas y cajas / <i>Amortization of bottles and cases</i>	4,015	3,163
Amortización de Plusvalía / <i>Amortization of Goodwill</i>	115	96
Amortización de concesiones y préstamos / <i>Concessions and loans amortization</i>	165	167
Intereses ganados / <i>Interest earned</i>	(169)	(174)
Dividendos ganados / <i>Dividends earned</i>	(11)	(8)
Intereses pagados / <i>Interest</i>	972	1,433
Participación en utilidades de compañías afiliadas / <i>Equity in earnings of affiliated companies</i>	2,745	542
Resultado de las operaciones antes de cambios en el capital de trabajo / <i>Operating Results before changes in working capital</i>	34,770	29,185
Cambios en activos y pasivos de operación: / <i>Changes in operating assets and liabilities:</i>		
Cuentas por cobrar / <i>Accounts receivable</i>	2,200	2,962
Inventarios / <i>Inventories</i>	(3,670)	(1,538)
Impuesto sobre la renta pagado por anticipado / <i>Prepaid income taxes</i>	-	(228)
Gastos pagados por anticipado / <i>Prepaid expenses</i>	(211)	297
Otros activos / <i>Other assets</i>	(103)	135
Cuentas por pagar / <i>Accounts payable</i>	1,356	(9,043)
Prestaciones y gastos acumulados por pagar / <i>Accrued expenses</i>	93	(97)
Prima de antigüedad e indemnización acumuladas / <i>Seniority premium and indemnization payable</i>	407	(89)
Impuesto sobre la renta pagado / <i>Payed Income tax</i>	(21)	(2)
Flujo de efectivo antes de gastos de reestructuración / <i>Cash flows before restructuring expenses</i>	34,821	21,582
Gasto de reestructuración / <i>Restructuring expenses</i>	(3,604)	(5,384)
Efectivo neto provisto por las actividades de operación / <i>Net cash provided by operating activities</i>	31,217	16,198
Actividades de inversión / Investing activities		
Fondo de cesantía / <i>Severance and indemnity fund</i>	(691)	(594)
Intereses ganados / <i>Interest earned</i>	169	174
Dividendos ganados / <i>Dividends earned</i>	11	8
Inversiones y adelantos en compañías afiliadas, al método de participación en el patrimonio / <i>Investments and advances in affiliated companies, at equity</i>	(754)	-
Otras inversiones / <i>Other investments</i>	(5,624)	(254)
Adquisición de activo fijo, neto de retiros / <i>Acquisition of fixed assets, net of dispositions</i>	(6,039)	(3,758)
Efectivo neto usado en las actividades de inversión / <i>Net cash used in investing activities</i>	(12,928)	(4,424)

CERVECERIA NACIONAL, S. A.
Estados Consolidados de Flujos de Efectivo
Consolidated Statements of Cash Flows

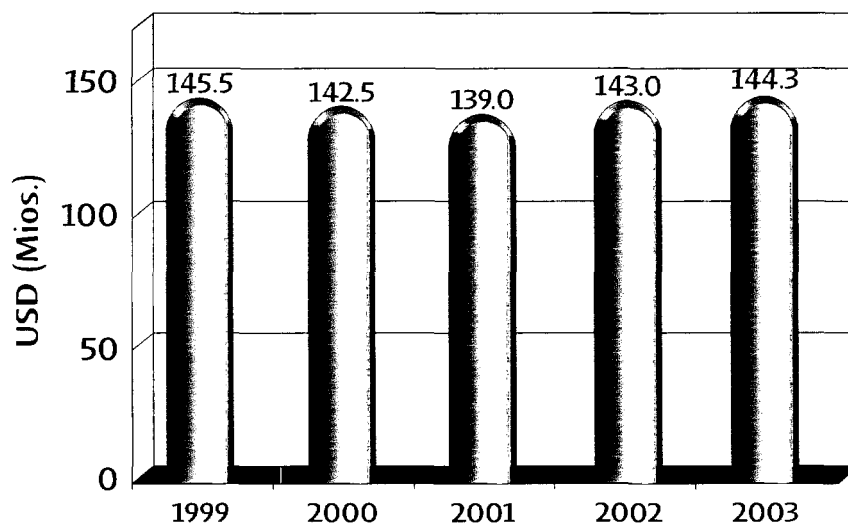
(En miles de dólares / in thousand US\$)

Cont.

	Año terminado el 31 de diciembre 2003	/ Year ended / December 31 2002
Actividades de financiamiento / Financing activities		
Préstamos recibidos / Proceed from loans	26,700	35,200
Cuentas por cobrar afiliada / Accounts receivable affiliated	10,001	(10,001)
Amortización de préstamos / Amortization of loans	(53,384)	(28,684)
Documentos por pagar / Documents Payable	3,120	
Pago de Bonos / Bonds Payed	(1,000)	
Intereses pagados / Interest	(972)	(1,433)
Dividendos pagados / Dividends paid	(7,372)	(7,373)
Impuesto complementario / Deemed dividend tax	-	(1)
Efectivo neto (usado en) las actividades de financiamiento / Net cash (used in) financing activities	(22,907)	(12,292)
 Disminución neta en el efectivo / Net decrease in cash	 (4,618)	 (518)
Efectivo al inicio del año / Cash at beginning of year	5,491	6,157
Efectivo al inicio del año de subsidiaria no consolidada / Cash at beginning of year of subsidiary not consolidated	-	(148)
Efectivo al final del año / Cash at end of year	B/. 873	B/. 5,491

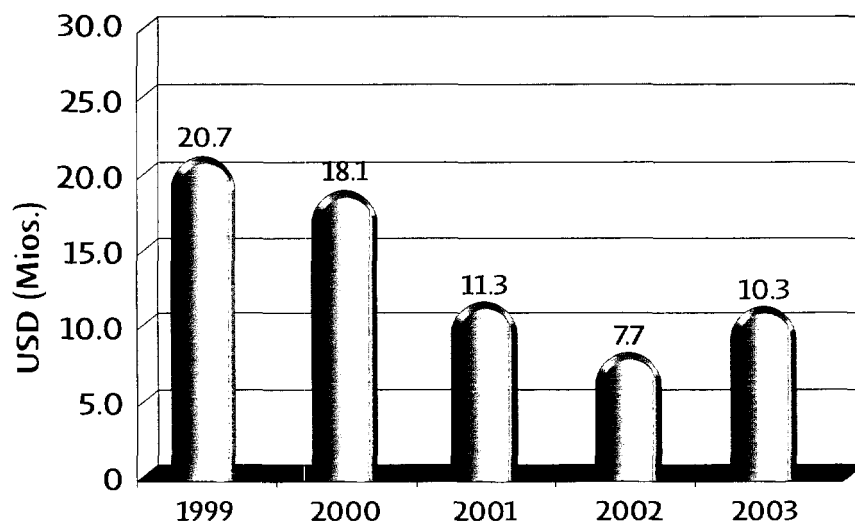
Datos Financieros Sobresalientes *Financial Highlights*

Ventas Netas / *Net Sales*



A las ventas netas de años anteriores, se les eliminó las de Envases del Istmo, S.A., para efectos comparativos.

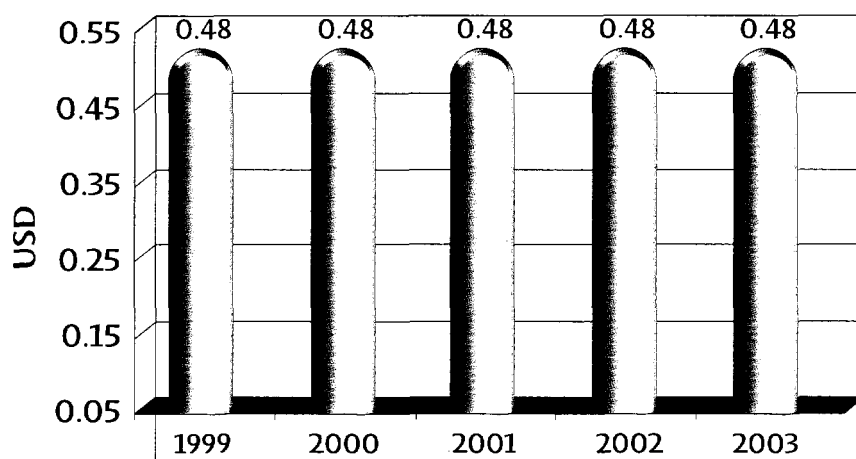
Utilidad Neta / *Net Income*



Dividendos pagados por acción/ Dividends paid per share

Dólares/Acción

USD per share



Rendimiento sobre patrimonio/ Return on Equity

Utilidad Neta/Inversión de los Accionistas Net Income/Shareholders Equity

