

INFORME DE CALIFICACIÓN

# FRANQUICIAS DOMINICANAS C. POR A.

Enero 2009

[www.feller-rate.com.do](http://www.feller-rate.com.do)

*Los informes de calificación elaborados por Feller Rate son publicados anualmente. La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información. Es importante tener en consideración que las calificaciones de riesgo de Feller Rate no son, en caso alguno, una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado título, valor o póliza de seguro. Si son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que esta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.*

*Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.*

FRANQUICIAS DOMINICANAS C. POR A.

SOLVENCIA	BB+
PERSPECTIVAS	Estables

Contactos: Hector Salcedo. Fono: (809) 566-8320

Oscar Mejías Fono (562) 757-0482

Calificaciones

	Diciembre de 2006	Diciembre de 2007	Diciembre de 2008
Solvencia	BB+	BB+	BB+
Papeles comerciales	-	Categoría 3	Categoría 3

FUNDAMENTACION

La calificación BB+/C-3 asignada a la solvencia y papeles comerciales de Franquicias Dominicanas C. por A., respectivamente, refleja su fuerte posición competitiva, dada por la franquicia de Gold's Gym; su buena generación operacional y base de clientes; y el respaldo patrimonial de sus propietarios. Considera, asimismo, el considerable nivel de endeudamiento y el deterioro de indicadores de liquidez por mayores obligaciones en el corto plazo.

Franquicias Dominicanas maneja dos gimnasios Gold's Gym en República Dominicana, que totalizan 5.800 m2 de instalaciones y más de 6.100 socios activos a diciembre de 2008.

La compañía es propiedad del grupo Rizek (68%), Empresas Rondón (18%) y otros inversionistas minoritarios (14%).

La industria de fitness se caracteriza a nivel mundial por bajas barreras de entrada. Sin embargo, Franquicias Dominicanas, C. por A. tiene locales cuya ubicación y nivel de socios, constituyen una importante barrera de entrada para potenciales competidores. Además, la implementación de pagos anuales con descuento en tarjeta de crédito ayuda a estabilizar flujos y mantener clientes en el mediano plazo.

El número de socios por metro cuadrado, se ubica en rangos inferiores en relación a grandes cadenas internacionales del rubro, lo que entrega un potencial de crecimiento para el corto y mediano plazo, optimizando el uso de la capacidad instalada.

Los ingresos de la compañía crecieron un 5% entre diciembre de 2007 y 2008, lo que se explicó principalmente por el aumento de las inscripciones por rotación y nuevos socios. Por otra parte, el margen y generación operativa aumento en relación a ejercicios anteriores. El ajuste del valor de la cuota a fines de 2008 debería aumentar los ingresos proyectados para el año 2009, pese a la salida de socios por esa alza y la estacionalidad de diciembre.

El endeudamiento se mantuvo en niveles altos en relación al patrimonio, dada la colocación de los papeles comerciales y la deuda con bancos a más de un año plazo. Sin embargo, la mayor generación operativa resulto en mejores indicadores de cobertura de gastos financieros y una caída del índice de deuda financiera a flujo operacional.

La caída de los indicadores de liquidez se explica por un alto pasivo de corto plazo (papeles comerciales), lo que podría complicar el manejo financiero, en caso de restricciones en el mercado o aumentos en las tasas que dificultarán el refinanciamiento. En el pasado, el apoyo otorgado por sus propietarios fue clave para entregar flexibilidad financiera al manejo de la compañía.

PERSPECTIVAS

La compañía prepara una emisión de RD\$ 60 millones en papeles comerciales, que será usada para el pago de las obligaciones de corto plazo vigentes, por lo que no afectará de forma relevante los indicadores de endeudamiento o coberturas.

Feller Rate monitoreará la evolución de los gastos financieros, niveles de deuda y generación operacional, pues la compañía se encuentra en una situación ajustada según la evolución de las variables mencionadas.

Resumen Financiero Consolidado

(Cifras en millones de \$RD)

	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08
Activos	273,7	244,5	249,2	247,3
Pasivos	199,3	166,8	172,6	168,0
Pasivos Financieros	172,6	133,8	143,8	148,1
Interés Minoritario	12,1	15,0	12,9	12,9
Patrimonio	62,4	62,7	63,7	66,5
Ventas Totales	160,0	140,7	169,3	178,4
Margen Operacional	25,8%	13,4%	14,6%	19,2%
Margen Neto	2,7%	0,8%	0,9%	2,9%
Rentabilidad Patrimonial	7,0%	1,9%	2,4%	7,8%
Rentabilidad Activos	1,6%	0,5%	0,6%	2,1%
Leverage (con Int. Minoritario)	2,7	2,1	2,3	2,1
Leverage Financiero	2,3	1,7	1,9	1,9
Flujo Op./ Gastos Financieros	1,3	0,9	1,7	1,8
Pasivo Financiero/ Flujo Op.	3,5	3,9	3,6	3,1
Liquidez Corriente	1,5	0,7	0,5	0,3

## FRANQUICIAS DOMINICANAS

---

### HECHOS RELEVANTES

*Emisión de papeles comerciales por RD\$ 60 millones.* La compañía se encuentra en proceso de inscripción de una emisión de corto plazo que tendrá como objetivo principal el refinanciamiento o pago de las obligaciones de oferta pública con vencimiento en las próximas semanas por RD\$ 50 millones y el resto será usado para financiar capital de trabajo y refinanciar algunas deudas bancarias de largo plazo con mayores tasas de interés.

*Renovación de opción de recompra de Gimnasios del Cibao C. por A.* A inicios del año 2006, Franquicias Dominicanas vendió a Rizek C. por A. su participación en Gimnasios del Cibao. En diciembre de 2008, vencía la opción de recompra de Gimnasios del Cibao por el valor de venta (RD\$ 30 millones) más un interés de 10% anual, la que no fue ejercida y se acordó prorrogar la cláusula de recompra sin fecha límite.

### FORTALEZAS Y RIESGOS *Fortalezas*

*Franquicia de Gold's Gym.* La representación de la cadena internacional de gimnasios Gold's Gym en República Dominicana y sus condiciones se encuentran definidas hasta el año 2011, fecha en que se podrá renovar el vínculo, renegociar las condiciones del contrato y el pago de regalías.

El contrato de franchise permite: uso de la imagen corporativa y nombre Gold's Gym en los gimnasios, acceso al know how de la cadena y condiciones preferenciales para adquirir equipos, entre otros factores.

*Barreras de entrada a nuevos competidores grandes.* Franquicias Dominicanas es el principal proveedor de servicios de fitness en el mercado dominicano. Las altas necesidades de financiamiento para la construcción y equipamiento de gimnasios similares, junto con un tamaño moderado tamaño del mercado objetivo, conforman considerables barreras de entrada para nuevos competidores.

*Buen factor de utilización de las instalaciones.* Los socios activos con cuotas al día fue de 6.130 personas en diciembre de 2008, por lo que el número socios por m<sup>2</sup> a esa fecha fue levemente superior a 1 socio x m<sup>2</sup>. Este indicador se encuentra dentro de la parte inferior de los estándares de eficiencia de cadenas extranjeras del rubro fitness.

Pese a la disminución del número de socios con cuotas al día, los ingresos de la compañía aumentaron en los ejercicios de 2007 y 2008, lo que responde principalmente a una mayor rotación e inscripción de nuevos socios.

*Buena generación de flujos.* La compañía aumento sus tarifas en un 35% en noviembre de 2008, lo que unido a la baja morosidad y adecuados sistemas de control de uso de instalaciones, aumentan la generación operativa de caja. La empresa mantiene un bajo porcentaje de cuentas por cobrar operativas, relacionadas al pago con documentos o tarjetas de crédito, las que por sus características tienen bajos índices de incobrabilidad.

## FRANQUICIAS DOMINICANAS

---

*Capacidad financiera de propietarios.* La compañía posee socios con suficiente capacidad financiera para agregar cierta flexibilidad al manejo financiero de la compañía en un escenario más restrictivo.

En el pasado, sus propietarios han realizado préstamos o aportes de capital que permitieron el pago de obligaciones y el financiamiento de inversiones.

### **Riesgos**

*Considerable endeudamiento.* Franquicias Dominicanas mantiene un alto endeudamiento en relación a su patrimonio. Tanto la deuda total como el endeudamiento financiero se ubican cerca de 2 veces el patrimonio de la compañía en los últimos ejercicios.

Sin embargo, la mayor generación operacional y la disminución de los gastos financieros en los ejercicios de los años 2007 y 2008, resultan en un aumento de los indicadores de cobertura, que señalan la capacidad de pagar los intereses de la deuda con recursos propios de la compañía.

El actual nivel de deuda, gastos financieros y generación operacional se encuentra en un “equilibrio ajustado”, que podría deteriorarse y ver comprometido el pago de sus obligaciones ante un aumento de la deuda y/o gastos financieros, una caída de los flujos operacionales o una combinación de ambos.

*Potenciales conflictos de interés con Fitness Franchising.* Nuevos proyectos de gimnasios en República Dominicana y otros países de la región podrían ser desarrollados por Fitness Franchising. Esta compañía posee los derechos para desarrollar nuevas franquicias Gold’s Gym y se encuentra relacionada a Franquicias Dominicanas por propietarios en común.

Lo anterior limita el potencial de crecimiento para Franquicias Dominicanas y podría suponer potenciales conflictos de interés y/o problemas de gobiernos corporativos entre los distintos socios de las compañías por nuevos proyectos de inversión.

*Disminución de indicadores de liquidez.* En los últimos ejercicios se aprecia una caída considerable de los indicadores de liquidez, que reflejan el aumento de la proporción de las obligaciones de corto plazo, entre los que se incluyen la emisión de papeles comerciales de oferta pública. Además, si se considera que la deuda financiera es bastante superior a la generación operacional, resulta en una situación ajustada que podría dificultar el pago de obligaciones en un escenario de restricción crediticia de los mercados financieros.

Feller Rate monitoreará la evolución de la deuda financiera, liquidez y generación operacional, para que se mantenga dentro de rangos razonables para la calificación de riesgo otorgada a la compañía.

## FRANQUICIAS DOMINICANAS

### ESTRUCTURA CORPORATIVA, ADMINISTRACION Y PROPIEDAD

La sociedad tiene como principal accionista al Grupo Rizek, que controla un 68% de la propiedad. El segundo mayor accionista es Empresas Rondón, entidad relacionada al Presidente de la compañía que posee el 18% de la propiedad. El 14% restante se encuentra distribuido entre accionistas minoritarios.

El grupo Rizek es un conglomerado de origen familiar, que posee participación en diversas compañías relacionadas al negocio financiero, cacao, importación de productos, factoring, asesorías financieras y banca de inversión, entre otros.

#### Principales ejecutivos de la Compañía

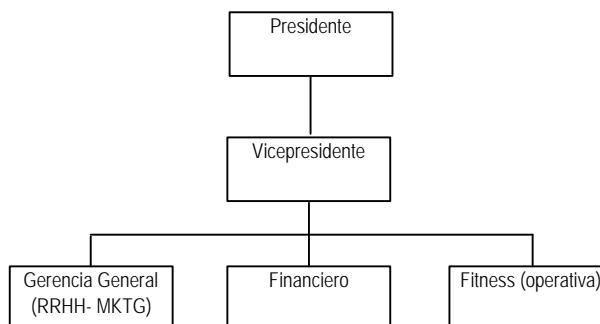
Administración		Profesión	Relación con empresa o grupos controladores
Presidente	Ian Rondon C.	Adm. de Empresas, MBA Miami	Socio Fundador
Vicepresidente	Ricardo Bordas	Adm. de Empresas	Director de Riesgos de Nazario Rizek
Secretario	Samir Rizek S.	Adm. de Empresas	Accionista/Vicepresidente de Grupo Rizek
Vicepresidente Operaciones	Jose Martín Rivera G.	Adm. de Empresas	Socio Fundador

Los accionistas de la sociedad poseen participación en Fitness Franchising, que posee los derechos para franquicias de gimnasios Gold's Gym en Centroamérica, Ecuador, Puerto Rico, Haití y República Dominicana.

En el futuro, nuevos gimnasios que puedan instalarse en República Dominicana deberían depender de Fitness Franchising, aunque no se descarta la inversión de Franquicias Dominicanas en nuevas instalaciones.

Franquicias Dominicanas maneja directamente el Gold's Gym ubicado en la zona central de Santo Domingo y participa en la propiedad de Gimnasios del Este S.A., que maneja un Gold's Gym en la zona este de Santo Domingo.

#### Estructura operativa simplificada de la compañía



La compañía presenta una estructura administrativa y operativa, que puede reagruparse en: Gerencia General y/o Administración, Finanzas y Operaciones.

## FRANQUICIAS DOMINICANAS

---

La función financiera se encuentra externalizada en una empresa relacionada (Parallax) que posee el know how apropiado para dicha gestión

El negocio central en su parte operativa (Fitness) incluye distintas áreas para el manejo de pesas, canchas, evaluación médica y otros aspectos operativos. Por el funcionamiento de la compañía, existen áreas que se cruzan con la parte administrativa.

La Gerencia General se encarga de los aspectos administrativos de la compañía, que incluyen el manejo de recursos humanos, marketing y algunos aspectos operativos como mantención.

La estructura operativa es compleja, con algunos departamentos o áreas con operaciones matriciales, pues reporta o depende de más un supervisor o área. Los puestos claves de la compañía son ocupados por socios fundadores, que poseen un amplio conocimiento del negocio y la compañía.

### NEGOCIOS Y POSICION COMPETITIVA

Franquicias Dominicanas C. por A. opera desde 1998 y maneja la franquicia de gimnasios Gold's Gym en República Dominicana.

Se trata del mayor proveedor de servicios de fitness en República Dominicana con 5.800 m<sup>2</sup> en instalaciones deportivas.

#### Franquicia Gold's Gym

La cadena Gold's Gym es una de las más mayores cadenas internacionales de gimnasios. La franquicia se encuentra vigente hasta el año 2011 e implica un pago fijo anual en dólares y uno variable en función de los ingresos obtenidos.

Entre otros aspectos relevante, la franquicia Gold's Gym permite: uso del nombre e imagen corporativa Gold's Gym en los gimnasios que opera; acceso a manuales y capacitación de la cadena; descuentos y condiciones preferenciales en la compra de equipos e implementación deportiva de los gimnasios.

#### Socios e Ingresos: Mejora la diversificación de ingresos

A diciembre de 2008, la compañía tenía 6.130 socios, lo que se compara negativamente con los socios vigentes a diciembre de 2007 (7.743)

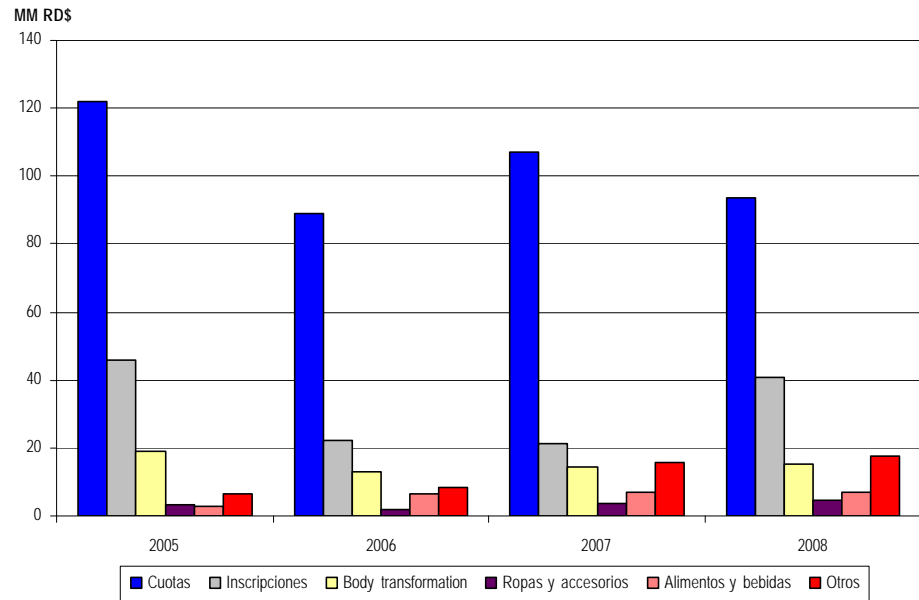
La caída del número de socios explica la menor recaudación por concepto de cuotas entre los ejercicios del año 2007 y 2008. Sin embargo, la caída de los ingresos por cuotas de socios se compensaron por el aumento de las inscripciones, es decir, el ingreso de nuevos socios o reinscripción de clientes antiguos.

El aumento de los precios a fines del año 2008 debería mejorar el monto de ingresos por concepto de cuotas mensuales, pese a la salida de algunos socios y la estacionalidad propia del mes de diciembre.

Las inscripciones de socios y el pago de sus cuotas representan consistentemente la principal fuente ingresos de la compañía. A diciembre de 2008, explicaban más de un 75% de los ingresos de la empresa, levemente inferior al 76% del año 2007, aunque con una composición muy distinta.

## FRANQUICIAS DOMINICANAS

Evolución de los ingresos de Franquicias Dominicanas



Consistente con las tendencias mundiales de este negocio, se observa alta rotación de socios, que se refleja en el aumento de las inscripciones anuales durante el año 2008.

El programa Body Transformation, consistente en un plan de intervención para modificar radicalmente la apariencia física, mantiene un crecimiento moderado y representaba un 8,5% de los ingresos del año 2008.

Los otros ingresos (ropas, alimentos y otros servicios) crecieron moderadamente como monto y en su participación dentro del total de ingresos en relación al ejercicio del año 2007 (15% v/s 16,5% en 2007 y 2008 respectivamente)

La caída del número de socios bajo el indicador de socios por metro cuadrado, que a diciembre de 2008 supera levemente 1 socio x m<sup>2</sup>, lo que se encuentra dentro del rango inferior en comparación a las cadenas internacionales de fitness. Esto genera un potencial de crecimiento para optimizar el uso de la capacidad instalada disponible.

### Locales e instalaciones

Las instalaciones de Franquicias Dominicanas se caracterizan por su buena ubicación, equipamiento y atención de personal especializado. Anualmente, la empresa invierte entre US\$ 50.000 y US\$ 150.000 en renovación y mantención de equipos.

Los locales que actualmente posee la compañía son:

- i) Evaristo Morales. Ubicado en la zona central de Santo Domingo. Tiene un edificio con cerca de 3.000 metros cuadrados en instalaciones.

## FRANQUICIAS DOMINICANAS

---

- ii) Coral Mall. Se ubica en la zona este de Santo Domingo, en la parte alta de un mall. El local tiene 2.800 metros cuadrados de instalaciones, que incluyen una multicancha para la práctica de deportes grupales.

### Industria de Fitness

La industria mundial de fitness se caracteriza por su alta atomización y bajas barreras de entrada.

La principal barrera de entrada es el costo de capital de la instalación, que incluye el factor inmobiliario (local) y su equipamiento. A mejor ubicación y equipamiento mayor es el costo de capital.

La alta especificidad de los activos impone altos costos de salida para los inversionistas de esta industria.

En general, la industria tiene baja lealtad y alta rotación de los clientes, pues no se acostumbra el pago anticipado. Sin embargo, Franquicias Dominicanas esta incorporando un plan anual con pago mensual a la tarjeta de crédito, que implica un descuento al cliente y entregaría una base de ingresos y clientes “cautivos” por el período anual.

Gold’s Gym es la única cadena global y de tamaño grande que opera en República Dominicana. Existen competidores locales, con instalaciones de tamaño grande pero limitados en el espacio disponible y calidad de equipos. Además, existe un amplio número de competidores atomizados, correspondientes a gimnasios pequeños orientados a zonas geográficas específicas, que no tienen instalaciones comparables con Franquicias Dominicanas.

### Nuevas instalaciones

La compañía postergó hasta el año 2010 la instalación de un nuevo gimnasio en Santo Domingo. La inversión total sería del orden de US\$ 2,5 millones, financiados con capital propio y deuda financiera.

Los nuevos proyectos pueden ser desarrollados por Fitness Franchising, que es una compañía relacionada por propietarios en común y que tiene los derechos para desarrollar nuevas franquicias de Gold’s Gym tanto en República Dominicana como en otros países del Caribe y América Latina.

El desarrollo de nuevas instalaciones en República Dominicana podría generar un potencial conflicto de interés entre Franquicias Dominicanas y Fitness Franchising, por su propiedad o construcción en zonas de influencia de los gimnasios existentes.

## FRANQUICIAS DOMINICANAS

### SITUACIÓN FINANCIERA

A continuación se presenta un resumen con las principales cifras e indicadores de Franquicias Dominicanas C. por A.

#### Principales cifras e indicadores Franquicias Dominicanas C. por A.

Cifras en \$RD

	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08
Ventas Totales	117.142.428	159.979.160	140.704.083	169.310.138	178.377.377
Crecimiento Ventas	54,1%	36,6%	-12,0%	20,3%	5%
Margen Operacional	25,4%	25,8%	13,4%	14,6%	19,2%
Flujo Operacional	39.472.070	49.380.880	34.450.794	39.705.443	48.271.207
Margen Neto	0,5%	2,7%	0,8%	0,9%	2,9%
Rentabilidad Patrimonial	1,6%	7,0%	1,9%	2,4%	7,8%
Rentabilidad Activos	0,2%	1,6%	0,5%	0,6%	2,1%
Activos	251.103.123	273.744.583	244.503.703	249.193.292	247.324.987
Pasivos	179.797.769	199.252.572	166.805.918	172.619.050	167.982.017
Pasivos Financieros	153.074.679	172.622.702	133.784.235	143.832.249	148.058.150
Interés Minoritario	34.077.156	12.067.410	14.967.422	12.866.941	12.861.240
Patrimonio	37.228.198	62.424.601	62.730.363	63.707.301	66.481.730
Leverage + Int Min.	2,52	2,67	2,15	2,25	2,12
Leverage Financiero + Int Min	2,15	2,32	1,72	1,88	1,87
Flujo Operacional/ Gastos Financieros	1,91	1,31	0,94	1,69	1,76
Pasivo Financiero/ Flujo Operacional	3,88	3,50	3,88	3,62	3,07
Liquidez Corriente	0,92	1,51	0,70	0,46	0,26
Test ácido	0,87	1,45	0,59	0,36	0,18

El análisis se realizó utilizando cifras consolidadas, que consideran los estados financieros de los relacionados Gimnasios del Este S.A. El interés minoritario recoge el valor patrimonial del interés de accionistas distintos de Franquicias Dominicanas en Gimnasios del Este. Los indicadores patrimoniales consideran ese interés minoritario como parte del patrimonio total de la compañía.

La caída de los ingresos al cierre del año 2006 se explica por la venta de Gimnasios del Cibao a Rizek C. por A., por lo que dejó de consolidar sus estados financieros con Franquicias Dominicanas.

El margen operacional aumento en los ejercicios de los años 2007 y 2008, lo que responde a una racionalización de los costos y aumento de los socios. En menor medida, se refleja también el ajuste de las cuotas hacia fines del año 2008.

#### **Alto nivel de deuda exigible y mejora de las coberturas financieras**

La deuda financiera a diciembre de 2008 se compone principalmente de las obligaciones por papeles comerciales, con un capital de RD\$ 50 millones, y por obligaciones con el Banco BHD, mayoritariamente registradas en el largo plazo

El nivel de endeudamiento total se mantiene estable, cerca de 2,2 veces el patrimonio desde diciembre de 2006. El leverage financiero aumento levemente en el mismo período, desde 1,7 veces en diciembre de 2006 hasta cerca de 1,9 veces en diciembre de 2008, lo que se explica por la emisión y colocación de papeles comerciales de oferta publica.

## FRANQUICIAS DOMINICANAS

Por otra parte, la mayor generación de recursos propios asociada al alza del margen operacional, unido al beneficio de menores tasas de interés por el reemplazo de deuda bancaria con deuda de oferta pública, resultan en coberturas de gastos financieras del orden de 1,7 veces para los años 2007 y 2008. Estas coberturas reflejan que existen recursos ajustados pero no holgados para el pago de los intereses y obligaciones existentes.

La mejoría en la posición financiera se refleja también en el indicador de pasivos financieros a flujo operacional, que pasó de 3,9 veces en diciembre de 2006 a 3 veces en diciembre de 2008, lo que refleja un menor plazo necesario para el pago de obligaciones.

Los indicadores deberían mantenerse en rangos similares en la medida que no aumenten considerablemente los niveles de deuda o las tasas de la deuda con bancos.

### *Nueva emisión de papeles comerciales*

La compañía prepara una nueva emisión de papeles comerciales por RD\$ 60 millones. Los recursos obtenidos se aplicarán al pago de los papeles comerciales y otras obligaciones vigentes a diciembre de 2008, por lo que no existe un aumento considerable de la deuda o gastos financieros proyectados.

### *Caída de los indicadores de liquidez*

Los indicadores de liquidez mantuvieron la tendencia decreciente de los últimos períodos, lo que refleja una mayor concentración de las obligaciones en el corto plazo y podría generar dificultades en caso de un escenario de mayor restricción crediticia (dificultad para nuevos financiamientos y aumentos de tasas de interés).

La generación operativa y los activos circulantes disponibles entregan una flexibilidad financiera ajustada para el cumplimiento de las obligaciones.

### *Buenos indicadores en relación a compañías internacionales*

La compañía mantiene indicadores operacionales positivos en comparación al promedio de cadenas internacionales de gimnasios.

Indicadores comparativos con cadenas internacionales

	CEDAR FAIR	EQUINOX	TOWN SPORTS	FRANQUICIAS DOMINICANAS
Margen Ebitda	34,4%	21,8%	22,0%	27,1%
Cobertura Gastos Financieros	2,3	1,3	2,1	1,8
Deuda a Ebitda	5,3	7,2	5,8	3,1

Los indicadores de cobertura de gastos financieros son ajustados pero superiores al nivel exhibido por Franquicias Dominicanas.

Aunque Franquicias Dominicanas tiene un alto índice sus flujos permiten cubrir su deuda en plazos menores en comparación a cadenas internacionales. En general, la industria internacional de fitness tiene problemas de liquidez y deudas que no pueden ser pagadas en los plazos establecidos.