

INFORME DE CALIFICACIÓN

Metro Country Club S.A.

Agosto 2008

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.

METRO COUNTRY CLUB S.A.

SOLVENCIA

BBB

PERSPECTIVAS

Estables

Contactos: Oscar Mejias Fono (829) 229-1802

Calificaciones

	Diciembre de 2006	Diciembre de 2007	Julio de 2008
Solvencia	BBB	BBB	BBB
Emisión bonos	BBB	BBB	BBB

FUNDAMENTACION

La calificación BBB asignada a la solvencia y bonos de Metro Country Club refleja la buena generación de caja y plusvalía de los proyectos inmobiliarios, junto con la privilegiada posición competitiva de la compañía. Considera, asimismo, los riesgos asociados a la caída de márgenes operativos y la coyuntura económica y financiera, tanto nacional como internacional.

Metro Country Club desarrolla y opera varios proyectos turísticos inmobiliario en la zona de Juan Dolio, al este de Santo Domingo. El proyecto se encuentra acogido a los beneficios tributarios de la Ley 158-01.

La principal fuente de ingresos de la compañía son las operaciones inmobiliarias por la venta de apartamentos. En menor medida, existen ingresos por operaciones hoteleras y por gestión y servicios entregados a los residentes y visitantes.

Los proyectos en desarrollo actual corresponden a Las Olas y Marbella, ambos orientados a apartamentos de playa, con niveles de ventas de 65% y 75%, respectivamente. Las ventas generan cuentas por cobrar y los ingresos son diferidos y reconocidos según el avance de la construcción (20% para Las Olas y 42% para Marbella en agosto de 2008). La compañía tiene una alta generación operacional, dada por el alto nivel de preventa histórica de sus proyectos y el cobro de los mismos. Dada la naturaleza del negocio inmobiliario en República Dominicana y Metro Country Club, la plusvalía del metro cuadrado disminuye la morosidad e incobrabilidad potencial de las cuentas por cobrar.

Los menores márgenes operativos a junio de 2008 se explican por el aumento de los costos del acero, concreto y otros insumos. Además, se inicio la construcción de la etapa II con un nivel de preventa menor al usado habitualmente para esos fines, lo que aumenta los gastos sin una "compensación" proporcional en los ingresos.

El aumento de la deuda financiera corresponde a la colocación de los tramos I y II de la emisión por tramos

(US\$ 15,5 millones). La deuda fue usada para pagar pasivos financieros y sustentar la construcción de los proyectos en desarrollo. Las cuentas de reservas, garantías, cobros de cuentas por cobrar y mecanismos de redención anticipada para la emisión han funcionado apropiadamente. A junio se observa un saldo de cerca de US\$ 2,5 millones en la cuenta de reserva de la emisión operada por el Banco León y la deuda vigente se ubica cerca de US\$ 11 millones.

PERSPECTIVAS

La nueva emisión de US\$ 16 millones será destinada a prepagar la emisión vigente y financiar la construcción de Las Olas. La nueva emisión mantiene una adecuada estructura de cuentas de reserva y resguardos variados para proteger a los inversionistas.

Todas las cuentas por cobrar del proyecto Las Olas ingresarán a las cuentas escrow del Banco León para garantizar el cumplimiento de las obligaciones. A agosto de 2008, existen cerca de US\$ 27 millones en cuentas por cobrar de Las Olas, lo que cubre holgadamente la emisión.

Aunque la emisión debería aumentar el leverage financiero y disminuir las coberturas de gastos financieros, el efecto neto dependerá de la tasa de colocación y de la evolución de los márgenes en el segundo semestre de 2008.

Resumen Financiero Consolidado

(Cifras en millones de \$RD)

	2005	2006	2007	Jun. 08
Activos	1.651	3.021	5.597	5.732
Pasivos	942	2.305	5.020	5.245
Pasivos Financieros	592	746	1.460	1.472
Patrimonio	709	716	577	486
Ventas Totales	758	831	1.482	1.229
Margen Operacional	28,8%	35,2%	30,9%	10,7%
Margen Neto	23,2%	19,1%	18,9%	6,9%
Rentabilidad Patrimonial	24,8%	22,1%	48,6%	17,6%
Rentabilidad Activos	10,6%	5,2%	5,0%	1,5%
Leverage	1,33	3,22	8,70	10,79
Leverage Financiero	0,84	1,04	2,53	3,03
Flujo Op./ Gastos Financieros	4,63	2,69	4,02	2,22
Pasivo Financiero/ Flujo Op.	3,43	2,22	3,21	3,85
Liquidez Corriente	1,25	1,59	2,18	2,20

METRO COUNTRY CLUB

FORTALEZAS Y RIESGOS *Fortalezas*

Buena generación de caja y niveles crecientes de precios. La compañía mantiene un buen nivel de generación de flujos, dado por las ventas de apartamentos y los pagos parciales, que maximizan la generación hasta la entrega del inmueble y minimizan la posibilidad de deudores incobrables.

Por otra parte, el precio por metro cuadrado ha crecido sustancialmente desde el inicio del proyecto, lo que refleja una demanda creciente y un concepto de desarrollo inmobiliario que ha generado plusvalía para Metro Country Club y sus compradores.

“Track record” positivo del equipo de ventas. El equipo de ventas exhibe consistentemente un alto desempeño, superior a las cifras presupuestadas, lo que refleja conocimiento de la actividad y de las características propias del proyecto. Este equipo distribuye sus esfuerzos entre el mercado local y compradores internacionales, especialmente del mercado americano y europeo.

Buenos accesos y ubicación. Los proyectos se ubican cerca de Santo Domingo y del aeropuerto internacional Las Américas, puntos a los que se conecta con una autopista. Además, Metro Country Club cuenta con toda la infraestructura básica y adicional para un desarrollo turístico inmobiliario del más alto nivel.

Beneficios de la nueva emisión en reemplazo de la emisión anterior por tramos. La nueva emisión (US\$ 16 millones) permitirá pagar la deuda vigente de la emisión por tramos y financiar la construcción del proyecto Las Olas de Metro Country Club.

La nueva estructura de financiamiento permite aumentar los plazos de la deuda, disminuir la presión sobre las ventas del proyecto y mejorar la flexibilidad financiera global de la compañía. Por otra parte, mantiene adecuados resguardos y relaciones deuda garantía dentro de rangos apropiados a la clasificación otorgada.

Riesgos

Menores márgenes operativos. La caída de los márgenes se explica en parte por el aumento de los costos asociados a insumos como acero y concreto, que experimentan un aumento de sus precios a nivel mundial y cuyas alzas deberían mantenerse en el mediano plazo.

Por otro lado, a diferencia del desarrollo de proyectos anteriores, la compañía inició la construcción de la etapa II del proyecto Marbella con un bajo nivel de preventa, lo que implica un menor porcentaje de reconocimiento de ingresos en la medida que avanza la construcción. En la medida que avanza la venta la situación debería revertirse en el mediano plazo.

Riesgo construcción. La compañía desarrolla los proyectos inmobiliarios en cartera por etapas y en modalidad de precio fijo, lo que mitiga el posible sobreprecio en el corto plazo por aumento de los costos de construcción. Sin embargo, en el largo

METRO COUNTRY CLUB

plazo los mayores costos deberán ser absorbidos por los proyectos y ser eventualmente traspasados a los compradores, si la demanda y coyuntura lo permiten.

Efecto coyuntura sobre la demanda potencial. El escenario y volatilidad de los mercados financieros y económicos locales e internacionales pueden afectar el desarrollo o velocidad de ventas de los proyectos en cartera.

El cumplimiento de las obligaciones y desarrollo de los proyectos son sensibles al desarrollo de la cobranza y morosidad de las ventas ya realizadas y, como contrapartida, se requiere un bajo nivel de venta futuro adicional para permitir su construcción y pago de las deudas adquiridas.

Sin embargo, la orientación del proyecto a sectores de muy altos ingresos, disminuye la dependencia al ciclo económico local y global.

Mayor deuda y menores coberturas estimadas. La nueva emisión debería aumentar el nivel de leverage financiero de la compañía y, dependiendo de la tasa de colocación, aumentar los gastos financieros y disminuir las coberturas operacionales de los mismos.

Pese a esto, tanto el leverage financiero como las razones de cobertura, se mantienen en rangos ajustados pero consistentes con los fundamentos de la compañía y la clasificación otorgada.

Eventualmente, el aumento adicional de la deuda financiera podría ajustar aún más los indicadores mencionados, haciendo potencialmente más sensible a la compañía ante escenarios restrictivos.

ESTRUCTURA CORPORATIVA, ADMINISTRACION Y PROPIEDAD

El Grupo Metro es controlado por el Dr. Luis Jose Asilis, quien preside el Directorio de Metro Country Club.

Directorio y Administración Grupo Metro

Directorio

Presidente	Luis Jose Asilis E.
Vicepresidente	Luis María Martínez C.
Vicepresidente	Francisco Elmudesi
Secretario	Michael Elmudesi
Tesorero	Luis Antonio Asilis

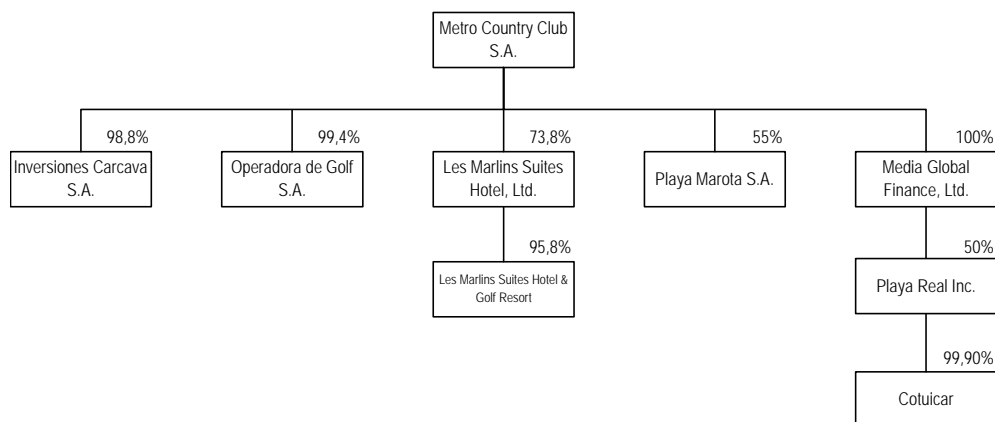
Administración

Vicepresidente Administrativo	Carlos N. Cortina
Vicepresidente Tesorería	Carlota Blasco
Contralor Corporativo	Hank Perea

METRO COUNTRY CLUB

Metro Country Club forma parte del Grupo Metro, sociedad con participación en los rubros transporte interurbano, turismo e inmobiliario, entre otros.

Estructura Corporativa Metro Country Club



Metro Country Club realiza sus proyectos turísticos inmobiliarios por medio de sus filiales. Entre sus principales compañías relacionadas es posible mencionar: Inversiones Cárcava S.A., sociedad propietaria de la exención tributaria asociada al proyecto Costa del Sol II; Operadora de Golf S.A., que maneja la operación de la Casa Club, campo de golf y la comunidad residencial; Los Marlines Suites Hotel, Ltd., sociedad constituida en las Islas Virgenes Británicas y es propietaria del hotel del mismo nombre; Playa Marota S.A., orientada a manejar el proyecto Costa Blanca; y Media Global Finance, Ltd., vehículo de inversión establecido para invertir en Playa Real Inc. y por medio de ella controlar la sociedad Cotuicar, orientada al desarrollo del proyecto Marbella.

NEGOCIOS Y POSICION COMPETITIVA

Metro Country Club desarrolla y opera, ya sea de forma directa o por medio de filiales, el proyecto turístico inmobiliario de lujo de igual nombre ubicado en la zona de Juan Dolio en República Dominicana.

Las instalaciones se ubican a 40 minutos de Santo Domingo y 20 minutos del aeropuerto internacional Las Américas, en la costa sureste de República Dominicana. El proyecto cuenta con un campo de golf, playa, hotel, villas y apartamentos, entre otras facilidades y servicios.

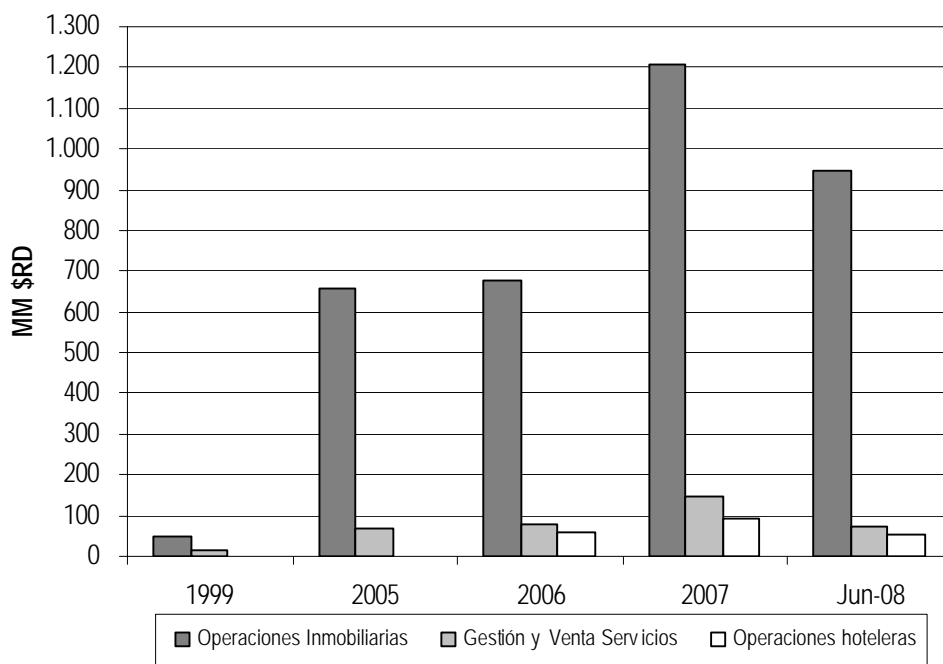
La compañía concentra su operación actual en el desarrollo, construcción y venta de distintos proyectos inmobiliarios, mayoritariamente enfocados en apartamentos de playa en los terrenos correspondientes.

METRO COUNTRY CLUB

Descripción de los negocios

Los ingresos de Metro Country Club se originan principalmente por la actividad inmobiliaria, referida a la venta de apartamentos en los proyectos que desarrolla. En menor medida, existen ingresos por operaciones hoteleras y la gestión y venta de servicios a las viviendas y proyectos en marcha.

Evolución comparativa de ventas (en millones de \$RD)



Los ingresos por operaciones inmobiliarias corresponden mayoritariamente a la venta de apartamentos en el borde costero del complejo. Los proyectos son desarrollados por etapas y, generalmente, su construcción se inicia al completar un cierto porcentaje de preventa. En la medida que avanza la construcción, se van reconociendo los ingresos respectivos en función de los montos cobrados por la venta.

La gestión y venta de servicios incluye la operación por concepto de administración de servicios básicos (energía eléctrica, agua, seguridad, etc.) y la gestión de restaurantes, tiendas, campo de golf, beach club y todos los servicios relacionados. Los ingresos por este concepto deben aumentar en la medida que crece la ocupación y densidad de habitantes y turistas en los proyectos.

Los ingresos por operaciones hoteleras corresponden a la operación del Hotel Los Marlins.

METRO COUNTRY CLUB

Proyectos inmobiliarios

Metro Country Club desarrolla proyectos inmobiliarios por etapas, de forma de potenciar el crecimiento y desarrollo armónico global del complejo. Cada proyecto se encuentra en distintas etapas de desarrollo, venta y construcción, concentrándose actualmente la actividad en el desarrollo de apartamentos de playa. Los principales proyectos de la compañía son:

- i) Costa del Sol II. Conjunto de 47 apartamentos con vista al mar que se encuentra vendido y entregado totalmente a sus compradores.
- ii) Las Olas. Proyecto de 227 apartamentos con vista al mar, que tiene cerca de un 65% vendido y un avance de la construcción de 20%. Se estima la entrega definitiva para fines del año 2009.
- iii) Marbella. Proyecto de 465 apartamentos en la zona del antiguo hotel Playa Real. Las ventas del proyecto superan el 75% y la construcción tiene un avance de 42% a agosto de 2008.

Adicionalmente, la compañía desarrollará en el futuro el proyecto Costa Blanca.

Aunque el objetivo de venta de los proyectos se distribuye de forma equivalente entre el mercado local (dominicanos residentes o no) y el extranjero, los principales proyectos en cartera concentran su venta sobre el 60% en el mercado de compradores dominicanos.

La compañía mantiene la búsqueda permanente de alternativas y nuevos proyectos que le permitan mantener un alto potencial de desarrollo.

Plusvalía de los proyectos

El precio de venta por metro cuadrado evolucionó positivamente en los últimos ejercicios, lo que revela una adecuada estrategia de desarrollo que ha generado una importante plusvalía en los proyectos.

Las estimaciones y proyecciones iniciales consideraban precios de venta del orden de US\$ 1.000 por metro cuadrado. Actualmente, los precios promedio de venta superan los US\$ 2.000 por metro cuadrado, ubicándose los precios de realización de las últimas ventas cerca de US\$ 2.500 por metro cuadrado, lo que es muy superior a las proyecciones que se usan para la estimación de flujos futuros y necesidad de financiamiento potencial.

Políticas de cobranzas

En general, la política de construcción de los desarrollos inmobiliarios de Metro Country Club se realizan contra un avance considerable en las ventas y pagos del mismo.

Inicialmente, el comprador debe entregar un pago del orden de 20% del valor comprometido. En la medida que se avanza la construcción, el comprador debe pagar la mayor parte del valor restante del inmueble, para completar el saldo restante, que no debería superar el 20% del valor total, al momento de la entrega definitiva de la propiedad.

METRO COUNTRY CLUB

La política de pago previo a la entrega y la construcción por etapas o unidades, disminuyen el riesgo asociado a morosidad y deudores incobrables.

Sector turístico en República Dominicana

La industria del Turismo representa en los últimos años cerca de un 7% del Producto Interno Bruto de la República Dominicana (6,9% en 2007), con ingresos del orden de US\$ 4.000 millones.

Indicadores Sector Turismo en República Dominicana

	Crecimiento PIB	Crecimiento Turismo	Empleos (directos + indirectos)
2003	-0,3%	13,6%	164.694
2004	1,3%	3,2%	171.478
2005	9,3%	9,0%	172.116
2006	10,7%	4,9%	188.289
2007	8,5%	3,7%	190.259

Fuente Banco Central de República Dominicana

La estadística señalada no considera el desarrollo de proyectos inmobiliarios orientados hacia el mercado externo.

En República Dominicana existe la Ley 158-01, que entrega importantes exenciones tributarias para proyectos turísticos ubicados en ciertas zonas del país. Este beneficio es aprobado por Confotur, asociación que representa y reúne los intereses del Estado y de representantes del gremio turístico.

Metro Country Club se ubica en la zona de Juan Dolio, que se caracteriza por su cercanía a Santo Domingo y la existencia de buenas vías de acceso desde el país y el extranjero, al ubicarse a 20 minutos del aeropuerto internacional Las Américas.

El turismo masivo en República Dominicana se concentra en las zonas de Juan Dolio, Punta Cana y Puerto Plata, que poseen un importante capacidad hotelera instalada, especialmente de facilidades en la modalidad "todo incluido". En la zona cercana, que incluye Juan Dolio, Punta Cana, La Romana y Boca Chica, existen cerca de 15 complejos enfocados mayoritariamente a turismo masivo.

Mucho residentes extranjeros, especialmente norteamericanos, escogen a República Dominicana como zona de residencia permanente o destino de vacaciones por su clima y ubicación cercana a Estados Unidos.

Metro Country Club se enfoca en un concepto de turismo de lujo, que incluye campo de golf, beach club, villas y apartamentos. Este concepto se encuentra menos desarrollado en el país en comparación a alternativas de turismo masivo (en términos internacionales) y tanto la zona como el proyecto de Metro Country Club cuenta con importantes ventajas para su desarrollo.

En resumen, dadas los beneficios tributarios existentes y la ubicación y clima privilegiado, República Dominicana presenta ventajas considerables para el desarrollo de proyectos turísticos inmobiliarios.

METRO COUNTRY CLUB

SITUACIÓN FINANCIERA

A continuación se presenta un resumen con las principales cifras e indicadores de Metro Country Club, a nivel consolidado.

Principales cifras e indicadores consolidados

Cifras en millones de \$RD

	2003	2004	2005	2006	2007	Jun-08
Ventas Totales	152	769	758	831	1.482	1.229
Crecimiento Ventas	31%	404%	-1,4%	9,6%	78,3%	-
Margen Operacional	32,7%	33,8%	28,8%	35,2%	30,9%	10,7%
Flujo Operacional (1)	49	243	173	336	455	191
Margen Neto	3,2%	22,8%	23,2%	19,1%	18,9%	6,9%
Rentabilidad Patrimonial	1,0%	27,9%	24,8%	22,1%	48,6%	17,6%
Rentabilidad Activos	0,5%	13,3%	10,6%	5,2%	5,0%	1,5%
Activos	906	1.320	1.651	3.021	5.597	5.732
Pasivos	440	690	942	2.305	5.020	5.245
Pasivos Financieros	343	273	592	746	1.460	1.472
Patrimonio	466	630	709	716	577	486
Leverage	0,95	1,10	1,33	3,22	8,70	10,79
Leverage Financiero	0,74	0,43	0,84	1,04	2,53	3,03
Flujo Op./ Gastos Financieros	1,19	4,02	4,63	2,69	4,02	2,22
Pasivo Financiero/ Flujo Op.	6,95	1,12	3,43	2,22	3,21	3,85*
Liquidez Corriente	1,08	1,26	1,25	1,59	2,18	2,20
Test ácido	0,50	0,70	0,93	1,02	1,45	1,74

(1) Beneficio antes de impuestos más depreciación, gastos financieros e ingresos o pérdidas en participación

* cifra anualizada

Márgenes y rentabilidad

El aumento de los ingresos refleja el avance de las construcciones y el reconocimiento de las ventas proporcionales. A junio de 2008, los ingresos de los primeros 6 meses de funcionamiento son levemente inferiores a los ingresos de todo el año 2007, por lo que el avance de las construcciones permitiría reconocer un monto adicional de ingreso en relación a las ventas.

Sin embargo, el margen operacional de la compañía cayó considerablemente en relación a diciembre de 2006 y 2007, lo que se explica por el aumento de los costos de construcción dada la coyuntura internacional de precios del petróleo, acero y concreto.

Además, la compañía inicio la construcción de la etapa II del proyecto Marbella, que exhibe un nivel de preventas inferior al promedio que históricamente utiliza Metro Country Club para iniciar la construcción de sus proyectos, lo que disminuye el reconocimiento de ingresos en el corto plazo pero que debería compensarse en el mediano y largo plazo en la medida que aumenten las ventas de apartamentos de Marbella.

Desde el año 2004 en adelante, el aumento de ingresos y los altos márgenes operacionales son producto del desarrollo y venta de proyectos inmobiliarios de apartamentos.

El alto nivel de venta de los proyectos en etapas de construcción, reflejados en altos niveles de cuentas por cobrar en activos e ingresos diferidos en pasivos, permiten

METRO COUNTRY CLUB

proyectar altos niveles de ingresos en el corto y mediano plazo en la medida que avance la construcción.

Aumento considerable de cuentas por cobrar e ingresos diferidos

En el ejercicio del año 2007, se aprecia un crecimiento considerable de los activos consolidados de la compañía, lo que se explica por la ventas de apartamentos de los proyectos en distinta etapa de construcción.

Las ventas generar por un lado un aumento de las cuentas por cobrar corrientes y a largo plazo, los que se pagan en la medida que avanza la construcción. Dados los compromisos adquiridos por la colocación de los tramos I y II de la emisión de bonos, buena parte de los recursos obtenidos por la cobranza de cuentas por cobrar son depositados en cuentas escrow del Banco León para financiar la construcción y avance de las obras y como reserva para el pago de las obligaciones de la colocación. A junio de 2008, existían cerca de US\$ 2,5 millones como reservas en la cuenta escrow.

Por el lado de los pasivos, las ventas generan un ingreso diferido, que se va devengando proporcionalmente a los resultados en la medida que avanza la construcción. Al finalizar la construcción y realizar la entrega de la propiedad se debe haber devengado la totalidad del ingreso diferido por venta.

Colocación de los tramos I y II de la emisión de bonos

El aumento de los niveles de endeudamiento financiero a diciembre de 2007 y junio de 2008 en comparación a diciembre de 2006 se explican por la colocación de cerca de US\$ 15,5 millones de los tramos I y II de la emisión de bonos aprobada (monto total de la emisión de US\$ 38 millones).

Además, los pasivos totales aumentaron también considerablemente por causa de los ingresos diferidos por ventas realizadas, pero son compensados por las cuentas por cobrar que los sustentan.

Pese al aumento de las obligaciones financieras exigibles, las coberturas operacionales de gastos subieron a diciembre de 2007, lo que se explica por la alta generación operativa y la caída de los gastos financieros por menores tasas de interés efectivas. Las coberturas de gastos financieros pasaron de 2,7 veces en diciembre de 2006 a poco más de 4 veces en diciembre de 2007. La caída de la misma cobertura a junio de 2008 (2,2 veces) se explica por el menor rendimiento operacional de la compañía durante el primer semestre del año 2008, lo que debería mejorar parcialmente hacia fines del año en la medida que aumente la venta de Marbella y se establezca el reconocimiento de los ingresos proporcionales respectivos.

La compañía mejoró los plazos y calce de moneda de la deuda. A junio de 2008, un 60% de la deuda se encontraba en plazos superiores a 1 año (38% y 48% al cierre de 2006 y 2007, respectivamente) y había disminuido el porcentaje total de sus pasivos que debían pagarse en menos de 1 año. Por otra parte, casi la totalidad de la deuda financiera se encontraba denominada en dólares americanos, lo que es consistente con la generación de ingresos en la misma divisa.

METRO COUNTRY CLUB

Emisión de nueva deuda y redención anticipada tramos I y II

A agosto de 2008, la compañía se encuentra en proceso de inscripción y colocación de una nueva emisión de bonos corporativos en el mercado local de valores.

La nueva emisión será por un monto de US\$ 16 millones, denominados en dólares americanos, con vencimiento de 4 años y pagos de intereses trimestrales y amortización de capital en 5 cuotas iguales en los últimos trimestres de vigencia.

Esta emisión será destinada para el pago del saldo de capital de los tramos I y II, que a julio de 2008 se ubican cerca de los US\$ 11 millones, cubrir costos de la emisión y financiar la construcción de parte del proyecto Las Olas.

La nueva emisión reemplaza la emisión por tramos actualmente vigente y contempla la misma garantía del tramo III de la emisión anterior. La nueva emisión debería permitir un beneficio de menor tasa de interés según la colocación y, principalmente, optimizar el manejo financiero de las garantías y cuentas de reserva.

La estructura de la emisión es similar a la anterior y contempla que los flujos obtenidos por la emisión son mantenidos en cuentas especiales del Banco León, que desembolsa los fondos para los usos específicos señalados, entregando los recursos destinados a construcción en la medida que los avances de obra sean certificados por un ingeniero independiente.

Todos los cobros de las ventas de apartamentos del proyecto Las Olas pasarán a la cuenta especial (escrow), donde se deben mantener recursos suficientes para:

- i) La reserva de al menos un cupón de intereses;
- ii) Pagar gastos de la emisión;
- iii) Entregar recursos para la construcción del proyecto;
- iv) Capital de trabajo de Metro Country Club; y
- v) Una vez completada la etapa de construcción e iniciado el cobro total y entrega de los apartamentos, el fondeo de los recursos necesarios para el pago del capital adeudado.

Los fondos excedentes sobre los usos descritos serán discrecionales para los fines que estime conveniente el emisor dentro de los mismos usos o para redimir la deuda vigente. A julio de 2008 existen cerca de US\$ 27 millones en cuentas por cobrar del proyecto Las Olas, lo que entrega una cobertura holgada para los US\$ 16 millones de la nueva emisión.

Para que el Administrador Extraordinario (Banco León) entregue los flujos, debe mantenerse una relación para la emisión de deuda neta a garantía computable inferior al 70%. El valor del indicador considera el valor total de la deuda menos los recursos mantenidos en las cuentas escrow dividido por el valor de la garantía (terreno y construcción) según las estimaciones de tasador designado más el 30% de las cuentas por cobrar que se mantengan por el proyecto Las Olas.

AL materializar la nueva emisión, el endeudamiento financiero podrían aumentar a cerca de 3,4 veces y los niveles de cobertura disminuir a menos de 2 veces si se mantienen todas las demás variables constantes, lo que dependerá de las condiciones definitivas de colocación y la evolución de los márgenes y ventas para el segundo semestre de 2008.