

INFORME DE CALIFICACIÓN

Metro Country Club S.A.

Abril 2010

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 2008	Diciembre de 2009	Abril de 2010
Solvencia	BBB	BBB	BBB
Emisión bonos	BBB	-	BBB

FUNDAMENTACIÓN

La calificación BBB asignada a la solvencia y nueva emisión de bonos de Metro Country Club (MCC) se sustenta la buena posición competitiva de la compañía, con precios crecientes de los proyectos en cartera y menor desarrollo de competidores. Considera también, la volatilidad de los márgenes y el menor ritmo de ventas, que puede afectar la generación operacional de corto plazo, lo que es compensado parcialmente por un aumento en los plazos de las obligaciones y una mejor posición global de liquidez corriente.

MCC desarrolla y opera varios proyectos turísticos inmobiliarios en la zona de Juan Dolio, al este de Santo Domingo. Los proyectos de MCC se encuentran acogidos a los beneficios tributarios de la Ley 158-01.

Los ingresos de la compañía provienen principalmente de la venta de propiedades (solares y apartamentos) de los proyectos que desarrolla. En menor medida existen ingresos por operaciones hoteleras y por gestión y servicios entregados a los residentes y visitantes, los que han crecido en la medida que aumenta la venta y ocupación de los proyectos.

Históricamente, MCC tenía una alta generación operacional, dada por la preventa de sus proyectos y la cobranza en etapa de construcción. Sin embargo, luego de la coyuntura financiera de los años 2008 y 2009, los compradores privilegiaron la adquisición de propiedades terminadas, sin riesgo de construcción o desarrollo del gestor inmobiliario. De esta forma, se apreció una disminución de las ventas y una caída de los márgenes por los mayores costos de construcción que tenían un menor ingreso proporcional a reconocer.

Actualmente, la compañía cuenta en su cartera con los proyectos Las Olas, Marbella y Costa Blanca, orientados a apartamentos y Costa Blanca Fundadores, orientados a villas. El nivel de venta total de las unidades estimadas de los proyectos alcanzaba un 55% al cierre de diciembre de 2009, mientras que existen cuentas por cobrar por cerca de US\$ 110 millones (directos o en empresas relacionadas), que ingresarán al flujo operacional en la medida que se avance en la construcción y se entreguen las propiedades.

La plusvalía del metro cuadrado, dado el entorno regulatorio en Republica Dominicana, disminuye la morosidad e incobrabilidad potencial de las cuentas por cobrar de Metro Country Club. Por otra parte, la salida o

menor ritmo de construcción de competidores, así como la decisión estratégica de la compañía de sustentar las inversiones, ha resultado en precios estables o crecientes, pese a la menor demanda observada en el año 2009.

A diciembre de 2009, la compañía prepagó otra emisión de bonos mediante un crédito por US\$ 25 millones a 30 meses con AIC Caribbean Fund. Este crédito aumentó el plazo promedio de las obligaciones, disminuyendo la presión sobre la liquidez, entregó recursos para avanzar en la construcción de Las Olas y mejoró la flexibilidad financiera al liberar las garantías entregadas para la emisión.

La menor generación operacional del año 2009, resulta en una caída de los indicadores de cobertura, que se mantienen dentro de un rango ajustado para enfrentar escenarios de restricción operativa.

PERSPECTIVAS

La nueva emisión de US\$ 25 millones será destinada a la compra de terrenos y financiar las obras de infraestructura para habilitarlos y comercializarlos.

La estructura mantiene cuentas escrow para recibir la colocación y los pagos de las ventas de las extensiones del proyecto Costa Blanca, que garantiza la emisión. Existen cuentas de reserva y resguardos variados para proteger a los inversionistas.

La emisión aumentará el leverage financiero, aunque el efecto neto sobre coberturas dependerá de la tasa de colocación y de la evolución de los márgenes.

Resumen Financiero Consolidado

(Cifras en millones de \$RD)

	2006	2007	2008	2009
Activos	3.021	3.432	6.370	7.253
Pasivos	2.305	2.680	5.234	5.756
Pasivos Financieros	746	1.196	1.287	2.054
Patrimonio	716	751	1.137	1.496
Ingresos Totales	831	715	1.175	939
Margen Operacional	35,2%	1,0%	25,9%	20,1%
Margen Neto	19,1%	10,1%	32,2%	14,2%
Rentabilidad Patrimonial	22,1%	9,6%	33,3%	11,9%
Rentabilidad Activos	5,2%	2,1%	5,9%	2,4%
Leverage	3,22	3,57	4,60	3,85
Leverage Financiero	1,04	1,59	1,13	1,37
Flujo Op./ Gastos Financieros	2,69	2,29	4,46	2,71
Pasivo Financiero/ Flujo Op.	2,22	4,97	2,42	5,34
Liquidez Corriente	1,59	1,38	1,24	2,96

METRO COUNTRY CLUB

FORTALEZAS Y RIESGOS *Fortalezas*

Niveles crecientes de precios. Los precios de venta por unidades han aumentado considerablemente en los distintos proyectos que la compañía maneja, lo que refleja un aceptable nivel de demanda y la fortaleza del concepto inmobiliario de los proyectos desarrollados.

Al mismo tiempo, aunque la menor demanda inmobiliaria del año 2009 disminuyó el ritmo de ventas, también produjo una salida de competidores que ayuda a mantener los precios por efecto de una disminución de oferta comparable.

Buenos accesos y ubicación. Los proyectos se ubican cerca de Santo Domingo y del aeropuerto internacional Las Américas, con acceso directo a la Autopista del Este y Boulevard de Juan Dolio según sea el proyecto. Además, Metro Country Club ha desarrollado toda la infraestructura y servicios de apoyo para entregar una oferta turística inmobiliaria del más alto nivel.

Aumenta el plazo y mejora el calce de la deuda. El reemplazo de la deuda financiera existente a nivel consolidado por obligaciones con un fondo privado con vencimiento a 30 meses, le entrega holgura para el desarrollo, construcción y venta del proyecto Las Olas, que garantiza el pago de la misma obligación.

La estructura de vencimiento mejoró el perfil de liquidez de la compañía y el calce entre la estructura de financiamiento y la presión sobre el plazo de venta de los proyectos en cartera.

Mecanismos de emisión similares a financiamientos estructurados. Las emisiones de deuda pública realizadas en el pasado por Metro Country Club se asemejan bastante en su estructura y condiciones a financiamientos estructurados, que permiten garantizar la circulación de flujos en usos comprometidos y las fuentes de repago en cuentas independientes asociadas de forma no excluyente a ciertos activos, aunque no como fuente exclusiva de cumplimiento de la obligación.

La nueva emisión en proceso de aprobación, por cerca de US\$ 25 millones, tendría una estructura similar, entregando flujos para la compra y habilitación de terrenos para el desarrollo de nuevos proyectos. Estos mismos terrenos garantizan el pago de la obligación y los recursos generados por la colocación y las ventas del proyecto, se mantienen en una cuenta escrow independiente para financiar la compra, el avance de las obras y el pago de la obligación con los tenedores de bonos.

Riesgos

Márgenes volátiles y caída de las ventas. En los últimos años, aunque positivos, se observan márgenes operativos considerablemente volátiles en función de los costos de construcción y de la evolución de las decisiones de construcción en función de las ventas. En años específicos se ha optado por iniciar la construcción con menores niveles de ventas, lo que impacta el margen operacional de los resultados.

Pese a ello, la generación de caja tiene mayor relación con la evolución de ventas de años anteriores y la construcción y cobranza posterior que se realiza. Las deprimidas ventas del año 2009 impactarán la generación de caja de la compañía en

METRO COUNTRY CLUB

el futuro, lo que se aprecia en la caída de las cuentas por cobrar por venta de apartamentos.

Dadas las condiciones del mercado, que privilegia la adquisición de inmuebles terminados, es difícil que se repitan los altos niveles de preventa histórica de otros proyectos MCC, por lo menos en el corto y 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 plazo los mayores costos deberán ser absorbidos por los proyectos y ser eventualmente traspasados a los compradores.

Efecto coyuntura sobre la demanda. Dado el escenario económico mundial del año 2009, se demostró que los efectos adversos de los mercados internacionales y locales pueden afectar la velocidad de ventas de los proyectos en cartera.

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

Efecto de una posible emisión de deuda adicional. La nueva emisión de deuda debería aumentar el nivel de leverage financiero de la compañía, aunque por su estructura y condiciones la compañía mantendría un perfil de solvencia adecuado para la clasificación de solvencia BBB asignado.

Sin embargo, en caso de incurrir en financiamientos adicionales, la estructura patrimonial y la escala operacional vigente de MCC podrían sensibilizar a la compañía en escenarios normales de operación, lo que podría implicar una disminución en la clasificación de solvencia otorgada.

METRO COUNTRY CLUB

**ESTRUCTURA
CORPORATIVA,
ADMINISTRACIÓN Y
PROPIEDAD**

Metro Country Club tiene como principales accionistas a las sociedades: Metro Servicios Turísticos S.A. (31,3%) y Gladiador S.A. (24%), sociedades controladas por el Dr. Luis Jose Asilis; Empresas Romareda S.A. (19%), sociedad panameña representada por el Sr. Jose Manuel Machado; y Los Everglades S.A. (14,8%%), controlada por el Dr. Francisco Elmúdesi Porcella.

Directorio y Administración Metro Country Club

Directorio

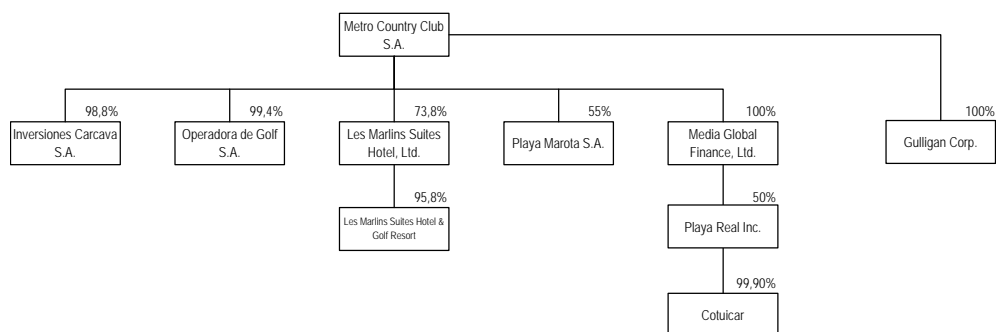
Presidente	Luis Jose Asilis E.
Vicepresidente	Luis María Martínez C.
Vicepresidente	Francisco Elmudesi
Secretario	Michael Elmudesi
Tesorero	Luis Antonio Asilis T.

Administración

Vicepresidente Administrativo	Carlos Cortina
Vicepresidente de Ventas	Steve Ankrom
Vicepresidente de Desarrollos	Michael Elmudesi

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 Marlins 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.

METRO COUNTRY CLUB

NEGOCIOS Y POSICIÓN COMPETITIVA

Metro Country Club desarrolla y opera, ya sea de forma directa o por medio de filiales, un grupo de proyectos turístico inmobiliarios de lujo ubicado en la zona de Juan Dolio en República Dominicana.

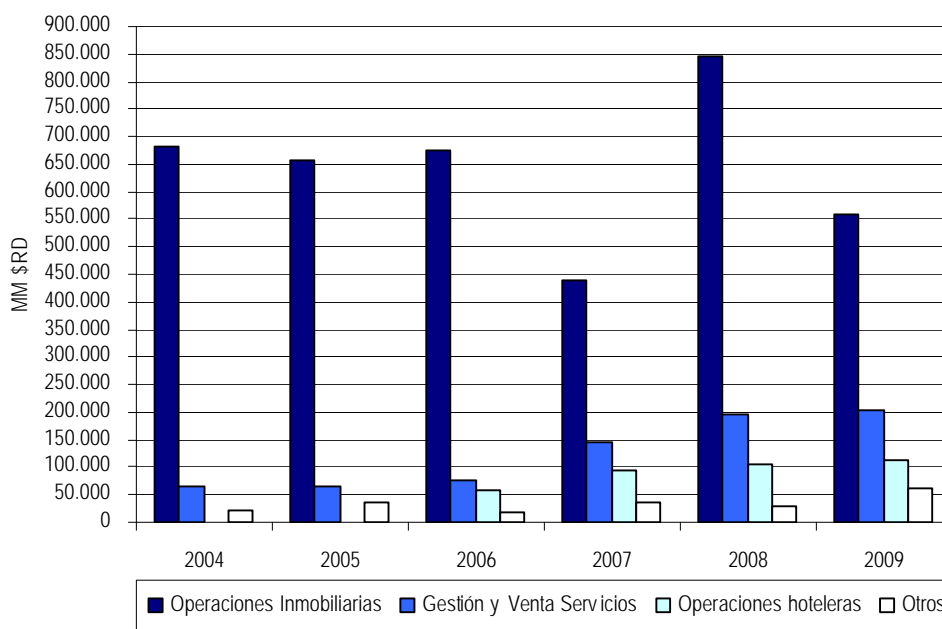
Las instalaciones se ubican a 40 minutos de Santo Domingo y 20 minutos del aeropuerto internacional Las Américas, en la costa sureste de República Dominicana. Los proyectos, que tienen acceso directo a las autopistas de la zona, cuentan con facilidades como campo de golf, playa, hotel, villas y apartamentos, entre otros.

La compañía concentra su operación actual en el desarrollo, construcción y venta de distintos proyectos inmobiliarios.

Descripción de los negocios

La mayor parte de los ingresos de Metro Country Club corresponden al negocio inmobiliario, por la venta de apartamentos y villas en los distintos proyectos que participa.

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



La evolución de los ingresos se explica por el reconocimiento de las ventas realizadas en la medida que la construcción avanza. Los proyectos son desarrollados por etapas y, generalmente, su construcción se inicia al completar un cierto porcentaje de preventa.

METRO COUNTRY CLUB

La caída de los ingresos por operaciones inmobiliarias en el año 2009, responde al menor ritmo de ventas y construcción de los proyectos en marcha por causa de la crisis financiera mundial. Como consecuencia de la crisis, se observa un cambio que afectará el modelo de negocios, al menos en el corto plazo, pues los compradores prefieren propiedades terminadas, lo que disminuirá el porcentaje de preventa y aumentará el riesgo y necesidad de financiamiento para la construcción.

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. Tal como estimamos, los ingresos por este concepto exhiben un crecimiento moderado pero sostenido, dado por la mayor ocupación, densidad en los proyectos y la gestión y servicios de los nuevos proyectos que se van completando.

Los ingresos por operaciones hoteleras corresponden a la operación de un hotel de lujo dentro de las facilidades originales del proyecto.

Otros ingresos incluyen comisiones por ventas de apartamentos y membresías, entre los más relevantes.

Proyectos en cartera

Metro Country Club desarrolla diversos proyectos inmobiliarios, por etapas, en la zona de Juan Dolio. Los principales proyectos, que se encuentran en distintas etapas de desarrollo, venta y construcción, son los siguientes:

- i) Las Olas. Proyecto de 227 apartamentos con vista al mar, que tiene un 62% vendido y un avance en la construcción cercano al 40%.
- ii) Marbella. Proyecto de 465 apartamentos en la zona del antiguo hotel Playa Real. Las ventas del proyecto son cercanas al 70% y la construcción tiene un avance de 78% al cierre de diciembre de 2009.
- iii) Costa Blanca Apartamentos. Proyecto de 206 apartamentos en orilla de playa en la zona cercana a San Pedro de Macoris. Al cierre de diciembre de 2009, la preventa no alcanzaba el 10% del proyecto, por lo que aún no se ha iniciado la construcción.
- iv) Costa Blanca Fundadores. 52 Villas ubicadas en la zona de playa cercana a San Pedro de Macoris, cuya construcción presenta un avance cercano al 30% y ventas de 75% de las villas disponibles al 31 de diciembre de 2009.

La distribución de las ventas varía según el tipo de proyecto y la coyuntura económica. En general, la proporción se distribuye de forma equivalente entre compradores locales (dominicanos residentes o no) y extranjeros. Sin embargo, la preventa se focaliza mayoritariamente en compradores dominicanos.

La compañía pretende usar los recursos de la emisión de bonos para financiar la adquisición de terrenos para el desarrollo de nuevos proyectos en la zona. De esta forma, se mantendría el ritmo de crecimiento y potencial de desarrollo de MCC.

Políticas de cobranzas

En el pasado, la construcción se iniciaba con una alta venta y pagos iniciales de los proyectos inmobiliarios.

METRO COUNTRY CLUB

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 y al momento de entrega definitiva de la propiedad, el saldo a pagar no debía superar el 20% del valor total. Esta política disminuía el riesgo construcción, asociado a morosidad y deudores incobrables.

Sin embargo, luego de la crisis financiera, la compañía disminuyó la velocidad de preventa y notó la preferencia de compradores por propiedades terminadas, por el menor riesgo asociado al proceso y evolución de la construcción y de la compañía desarrolladora. Eventualmente, el desarrollo de los proyectos actuales en el corto y mediano plazo, demandará recursos sin niveles de preventa históricos, aumentando los riesgos asociados a la construcción.

A diciembre de 2009, los proyectos en cartera exhiben niveles de cobranza de las ventas realizadas levemente inferiores al avance promedio ponderado de la construcción.

Plusvalía de los proyectos

El precio de venta por metro cuadrado mantiene una tendencia creciente desde el inicio de los proyectos, lo que revela una adecuada estrategia de desarrollo que ha generado una importante plusvalía en los proyectos.

En principio, los efectos de la crisis podrían haber hecho disminuir los precios de venta, la compañía tuvo la capacidad financiera y visión estratégica para mantener los precios de los inmuebles. Aunque la demanda por el tipo de activos disminuyó, la crisis financiera produjo la paralización de obras y salida de varios competidores con oferta inmobiliaria comparable dentro de República Dominicana, lo que disminuyó la oferta disponible y mantuvo los precios en niveles similares al pasado.

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\$ 2.500 por metro cuadrado y se estima un desarrollo creciente para el futuro.

Sector turístico en República Dominicana

La industria del Turismo representó en 2009 un 8,5% del Producto Interno Bruto de la República Dominicana, con ingresos por US\$ 4.064 millones.

Indicadores Económicos en República Dominicana

	Crecimiento PIB	Crecimiento Construcción	Crecimiento Turismo	Empleos Turismo (directos + indirectos)
2003	-0,3%	1,1%	13,6%	164.694
2004	1,3%	44,1%	3,2%	171.478
2005	9,3%	43,4%	9,0%	172.116
2006	10,7%	30,0%	4,9%	188.289
2007	8,5%	15,0%	3,7%	190.259
2008	5,3%	4,7%	3,4%	195.519
2009	3,5%	-7,7%	-3,5%	196.199

Fuente Banco Central de República Dominicana

Por otra parte, el sector construcción, que incluye el desarrollo de proyectos inmobiliarios como Metro Country Club, representó un 5,1% del PIB dominicano en el año 2009.

METRO COUNTRY CLUB

Pese al moderado crecimiento de la economía dominicana, los sectores construcción y turismo tuvieron un impacto negativo en el año 2009, lo que refleja el complicado panorama que enfrentó la compañía en el ejercicio pasado.

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.

Los proyectos inmobiliarios de Metro Country Club se ubican 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 una alta capacidad hotelera instalada, especialmente de facilidades en la modalidad “todo incluido”.

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 turístico inmobiliario, 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 los proyectos de Metro Country Club cuenta con importantes ventajas para su desarrollo.

Por otra parte, la crisis financiera internacional afectó las operaciones de importantes proyectos turísticos-inmobiliarios en República Dominicana, disminuyendo la oferta disponible y el ritmo de crecimiento de proyectos similares en el país. Un caso a considerar es la situación de Cap Cana, que hizo que los inversionistas extranjeros fueran más conservadores respecto de proyectos de similares características.

En resumen, los beneficios tributarios existentes, la ubicación y clima privilegiado de República Dominicana, entregan ventajas estructurales para el desarrollo e implementación 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 SRD

	2005	2006	2007	2008	2009
Ingresos Totales	758.049	831.178	714.631	1.175.407	938.518
Margen Operacional	28,8%	35,2%	1,0%	25,9%	20,1%
Flujo Operacional (1)	172.632	336.291	240.900	531.636	288.189
Margen Neto	23,2%	19,1%	10,1%	32,2%	14,2%
Rentabilidad Patrimonial	24,8%	22,1%	9,6%	33,3%	11,9%
Rentabilidad Activos	10,6%	5,2%	2,1%	5,9%	2,4%
Activos	1.651.185	3.021.336	3.431.643	6.370.458	7.252.561
Pasivos	942.402	2.305.202	2.680.489	5.233.854	5.756.200
Pasivos Financieros	591.926	745.616	1.196.341	1.287.481	2.053.518
Patrimonio	708.782	716.134	751.154	1.136.604	1.496.361
Leverage (2)	1,3	3,2	3,6	4,6	3,8
Leverage Financiero	0,8	1,0	1,6	1,1	1,4
Flujo Op./ Gastos Financieros	4,6	2,7	2,3	4,5	2,7
Pasivo Financiero/ Flujo Op.	3,4	2,2	5,0	2,4	5,3
Liquidez Corriente	1,2	1,6	1,4	1,2	3,0
Test ácido	0,9	1,0	0,9	0,7	1,6

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

(2) Incluye interés minoritario

Márgenes y rentabilidad

Los ingresos reflejan las ventas inmobiliarias realizadas y el posterior reconocimiento proporcional de la venta en relación al avance en la construcción. También se incluyen los ingresos por la gestión y servicios prestados en los proyectos y los ingresos hoteleros.

La caída de los ingresos en el año 2009 refleja el menor ritmo de venta y construcción, que afectan el reconocimiento de ingresos, dados por los efectos de la coyuntura económica local e internacional.

La volatilidad de los márgenes operacionales responde a cambios en los costos de construcción por mayor precio de insumos y la coyuntura económica de algunos ejercicios, que obligó a iniciar proyectos con bajas tasas de preventa, lo que implica no reconocer ingresos al avanzar en la construcción y aumentar la exposición de su financiamiento.

Los aumentos de los niveles de venta y la orientación a proyectos inmobiliarios de apartamentos explican el crecimiento de los ingresos entre los periodos 2005-2009 en comparación a años anteriores (2004 y anteriores).

La rentabilidad patrimonial y de los activos exhibe la misma volatilidad explicada por los factores ya mencionados.

Disminución en cuentas por cobrar e ingresos diferidos

En los activos se aprecia un aumento de las cuentas por cobrar de corto plazo, específicamente en la porción de corto plazo por venta de propiedades en el largo

METRO COUNTRY CLUB

plazo, es decir, que tienen vencimiento en los próximos 12 meses. Como contrapartida, disminuyeron las cuentas por cobrar de largo plazo por ventas de propiedades, dada la menor venta de inmuebles, no existen nuevas cuentas por cobrar que continúen el ciclo operacional. En la medida que las ventas se incrementen o exista mayor preventa de los proyectos, se generarán nuevas cuentas por cobrar de largo y corto plazo.

La obligación con AIC Caribbean Fund contempla garantías sobre terrenos del proyecto Las Olas y algunos lotes de Costa Blanca. Al mismo tiempo, las cuentas por cobrar de este proyecto garantizan el pago de las obligaciones y los fondos para la construcción y desarrollo del proyecto.

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 la venta.

A diciembre de 2009, los ingresos diferidos cayeron en comparación al cierre de 2008, lo que responde a las menores ventas. Al no avanzar la venta en etapa de construcción, no se generan nuevos ingresos diferidos por reconocer.

Construcciones en progreso y aumento de la deuda financiera de largo plazo

El aumento de construcciones en progreso, por el desarrollo de los proyectos, explica el aumento de los activos entre los cierres de los estados financieros de 2008 y 2009.

La deuda con AIC Caribbean Fund (US\$ 25 millones a diciembre de 2009) fue usada para prepagar las obligaciones de los bonos de emisión pública (US\$ 14 millones) y el financiamiento de la construcción del proyecto Las Olas, que explica buena parte del aumento del activo del fondo.

En términos netos, el leverage financiero paso de 1,1 veces el patrimonio en diciembre de 2008 a 1,4 veces el patrimonio al cierre del ejercicio de 2009.

Sin embargo, el endeudamiento total de la compañía cayó desde 4,6 veces en 2008 a 3,8 veces el patrimonio a diciembre de 2009, lo que responde a la disminución de los ingresos diferidos y al aumento patrimonial por la colocación de acciones y mayores beneficios acumulados.

La menor generación operacional y el aumento de las obligaciones financieras, disminuyeron las coberturas de gastos financieros hasta 2,7 veces en diciembre de 2009. De igual manera, la relación entre el pasivo financiero y los flujos operacionales más que se duplicó entre diciembre de 2008 y diciembre de 2009, lo que indica que con la generación operacional es necesario el doble de plazo para cubrir la totalidad del pasivo financiero. Pese a esto se mantienen en niveles apropiados que entregan un panorama ajustado para enfrentar escenarios de mayor restricción operativa.

Al aumentar las ventas y cobranzas relacionadas al término y entrega de los proyectos deberían mejorar los ratios globales de coberturas de gastos financieros.

Un aspecto positivo de la reestructuración y aumento de los pasivos se refiere al aumento del plazo de las obligaciones financieras, de forma de hacerlo más consistente con los plazos promedio de desarrollo de los proyectos. La liquidez

METRO COUNTRY CLUB

corriente, medida como activo circulante a pasivo circulante pasó de 1,2 veces en 2008 a 3 veces en el cierre de 2009.

A diciembre de 2009, un 71% de la deuda financiera tenía plazos de vencimiento superior a un año. La mayor parte corresponde al préstamo de AIC, que tiene un plazo de 30 meses para el pago del capital. Por otra parte, casi la totalidad de la deuda financiera se mantiene denominada en dólares americanos, lo que es consistente con la generación de ingresos en la misma divisa.

Nueva emisión de bonos

A abril de 2010, 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\$ 25 millones, denominados en dólares americanos, con vencimiento en 24, 36 y 48 meses, pagos de intereses trimestrales y amortización de capital en 4 pagos trimestrales del último año de cada tramo.

El uso de la emisión es: financiar la compra de terrenos para las extensiones norte sur del proyecto Costa Blanca por US\$ 14 millones; entregar fondos para la construcción de la infraestructura de los nuevos terrenos por US\$ 3 millones; y financiar US\$ 8 millones el terreno de la extensión este del proyecto Costa Blanca.

La estructura del nuevo bono es similar a emisiones anteriores, es decir, contempla que los flujos obtenidos por la emisión son mantenidos en una cuenta especial (escrow) manejada en esta ocasión por American Title, que desembolsa los fondos para los usos específicos señalados, entregándolos contra la entrega en garantía de los mismos terrenos que se adquieren.

Todos los cobros de las ventas de solares del proyecto Costa Blanca pasarán a la cuenta 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 urbanización del proyecto Costa Blanca, los que se entregan contra las cubicaciones certificadas por el ingeniero independiente;
- iv) Una vez completada la etapa de construcción e iniciado la venta y cobro de los solares de Costa Blanca, 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.

La emisión contempla la existencia de una relación de garantía computable según tasaciones a deuda neta (emisión menos recursos en cuenta escrow) de 2,25 veces. En caso que el ratio mencionado sea inferior al límite (2,25 veces), no se podrían utilizar recursos de la cuenta escrow para usos distintos al pago de intereses y capital de la deuda.

La nueva emisión implicaría un aumento del nivel de endeudamiento financiero y su efecto sobre los gastos financieros y niveles de cobertura dependerá de las condiciones definitivas de la colocación, evolución de ventas y márgenes para el ejercicio del año 2010.