

INFORME DE CALIFICACIÓN

Metro Country Club S.A.

Marzo 2011

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 2009	Diciembre de 2010	Marzo de 2011
Solvencia	BBB	BBB	BBB

FUNDAMENTACIÓN

La calificación BBB asignada a la solvencia de Metro Country Club (MCC) se sustenta en la buena posición competitiva de la compañía, con precios crecientes de los proyectos en cartera y menor desarrollo de competidores. Considera en contrapartida, el aumento de la deuda financiera, mitigado parcialmente por plazos de vencimiento consistentes con la maduración de los proyectos.

MCC desarrolla y opera varios proyectos 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 exhiben un crecimiento moderado según la venta y ocupación de los proyectos.

Los compradores privilegian la compra de propiedades terminadas y solares, para acotar el riesgo de proyectos en desarrollo. MCC aún continúa reconociendo parte de los ingresos por venta de sus proyectos en etapas de construcción.

Actualmente, la compañía cuenta en su cartera con los proyectos Las Olas, Marbella y Costa Blanca. A diciembre de 2010, existen más de US\$ 73 millones en cuentas por cobrar en los registros contables de la compañía por ventas de los proyectos en marcha.

La plusvalía del metro cuadrado, dado el entorno regulatorio en Republica Dominicana, disminuye la morosidad e incobrabilidad potencial de las cuentas por cobrar de MCC. Por otra parte, la salida de competidores luego de la crisis financiera de 2008-2009, y mantener los proyectos en marcha, ha resultado en precios estables o crecientes, pese a la menor demanda observada.

La caída de la preventa, incrementó el uso de deuda financiera para la construcción de los proyectos. Lo anterior se refleja en un aumento del leverage

financiero y una caída del indicador de cobertura financiera.

Como contrapartida, los plazos de vencimiento concentrados entre 2012 y 2013, son consistentes con los plazos de maduración y entrega de los proyectos en marcha.

Parte de la deuda financiera esta asociada a proyectos que garantizan con sus flujos y subyacentes el repago de esa obligación, lo que mejora el perfil específico de esa deuda pero disminuye la flexibilidad financiera agregada de la compañía.

PERSPECTIVAS

La compañía prepara una emisión del orden de US\$ 35 millones para financiar la adquisición de terrenos y urbanización de los mismos. La clasificación y este informe podrían modificarse en función de la estructura definitiva de la emisión aprobada en la Superintendencia de Valores.

La estructura contempla garantías y cuentas escrow para recibir la colocación y los pagos de las ventas de los proyectos. La emisión tiene compromisos que limitan endeudamiento financiero y la relación deuda garantía que mitigan el riesgo de la misma.

La calificación podría bajar en la medida que se produzcan un aumento adicional de la deuda financiera y/o una caída o disminución de los flujos recibidos por los proyectos.

Resumen Financiero Consolidado

(Cifras en millones de \$RD)

	2007	2008	2009	2010
Activos	3.432	6.370	7.253	8.130
Pasivos	2.680	5.234	5.756	6.446
Pasivos Financieros	1.196	1.287	2.054	3.188
Patrimonio	751	1.137	1.496	1.684
Ingresos Totales	715	1.175	939	2.027
Margen Operacional	1,0%	25,9%	20,1%	14,9%
Margen Neto	10,1%	32,2%	14,2%	5,9%
Rentabilidad Patrimonial	9,6%	33,3%	8,9%	7,1%
Rentabilidad Activos	2,1%	5,9%	1,8%	1,5%
Leverage	3,6	4,6	3,8	3,8
Leverage Financiero	1,6	1,1	1,4	1,9
Flujo Op./ Gastos Financieros	2,3	4,5	2,7	2,1
Pasivo Financiero/ Flujo Op.	5,0	2,4	7,1	10,2
Liquidez Corriente	1,4	1,2	3,0	2,5

METRO COUNTRY CLUB

FORTALEZAS Y RIESGOS *Fortalezas*

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

Por otra parte, se produjeron algunos ajustes en competidores, que ayuda a mantener la tendencia al alza de los precios de los proyectos MCC.

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. Se observa un aumento del plazo promedio de vencimientos de la deuda financiera de la compañía, lo que disminuye la presión de venta de los proyectos existentes y permite calzar de mejor manera los flujos de los proyectos.

Uso de mecanismos de emisión similares a financiamientos estructurados. Las emisiones de deuda pública realizadas en el pasado por MCC se asemejan a financiamientos estructurados. En éstas se establecen usos comprometidos de los recursos y los flujos de los proyectos como fuentes de repago en cuentas independientes pero no exclusivas para el cumplimiento de la obligación.

La compañía se encuentra en proceso de emisión de deuda del orden de US\$ 35 millones, usado para financiar adquisición de terrenos que garantizarían la emisión. Los flujos obtenidos en la colocación y por la venta de los proyectos relacionados a los nuevos terrenos se canalizan en cuentas escrow independientes para el pago de las adquisiciones, el avance de las obras y el pago de la obligación con los tenedores de bonos.

Riesgos

Caída de las ventas. Las condiciones del mercado dificultan mecanismos de preventa, históricamente alta en proyectos MCC, lo que disminuye el financiamiento por fuentes de generación propia durante la construcción.

Los clientes prefieren productos terminados, lo que disminuye las ventas de proyectos en etapas iniciales. Además, bajo la venta a clientes extranjeros debido al entorno económico en Estados Unidos y Europa.

La menor demanda internacional fue mitigada en parte por un aumento de la demanda local, favorecida por el menor impacto relativo de la crisis internacional en los segmentos de altos ingresos y la economía local.

Riesgo construcción. Dada la caída de la preventa, la compañía ha debido asumir financiamiento externo para financiar la construcción y término de los proyectos en marcha. Sin embargo, parte de este riesgo se ha mitigado mediante un mayor control y eficiencia en los costos de construcción.

METRO COUNTRY CLUB

Fuerte aumento de la deuda financiera. Durante el año 2010, la deuda financiera aumentó de forma considerable, para financiar el desarrollo de los proyectos en cartera. Sin embargo, el crecimiento de las ventas y la generación por venta de solares mantienen rangos de cobertura suficientes, aunque cada vez más ajustados, para servir la deuda existente.

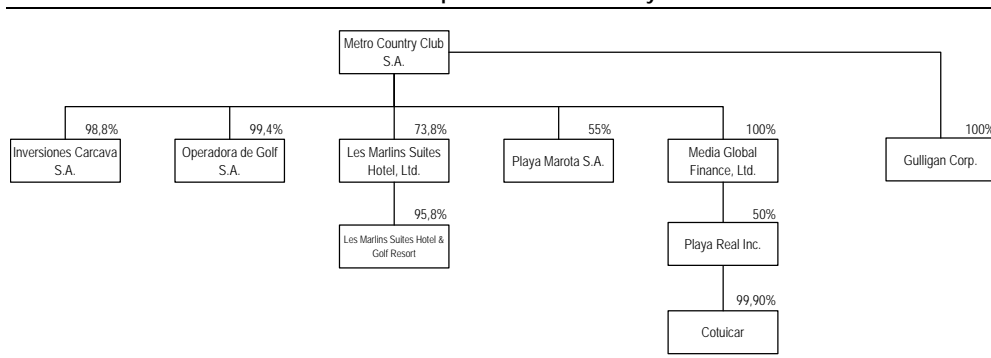
La clasificación debería bajar en la medida que el alza de la deuda financiera no venga acompañado de un crecimiento de las ventas y de la generación operacional de los proyectos de MCC.

ESTRUCTURA CORPORATIVA, ADMINISTRACIÓN Y PROPIEDAD

Metro Country Club tiene como principales accionistas a las sociedades: Metro Servicios Turísticos S.A. (31,29%) y Gladiador S.A. (23,97%), sociedades controladas por el Dr. Luis Jose Asilis; Empresas Romareda S.A. (18,97%), sociedad panameña representada por el Sr. Jose Manuel Machado; y Los Everglades S.A. (14,82%), controlada por el Dr. Francisco Elmúdesi Porcella.

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:

- i) Inversiones Cárcava S.A., sociedad propietaria de la exención tributaria asociada al proyecto Costa del Sol II;
- ii) Operadora de Golf S.A., que maneja la operación de la Casa Club, campo de golf y la comunidad residencial;
- iii) Los Marlins Suites Hotel, Ltd., sociedad constituida en las Islas Virgenes Británicas y es propietaria del hotel del mismo nombre;
- iv) Playa Marota S.A., orientada a manejar el proyecto Costa Blanca;
- v) 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; y
- vi) Gulligan Corp., propietaria del proyecto Las Olas.

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 inmobiliarios de lujo ubicados en la zona de Juan Dolio en República Dominicana, a 40 minutos de Santo Domingo y 20 minutos del aeropuerto internacional Las Américas, en la costa sureste de República Dominicana.

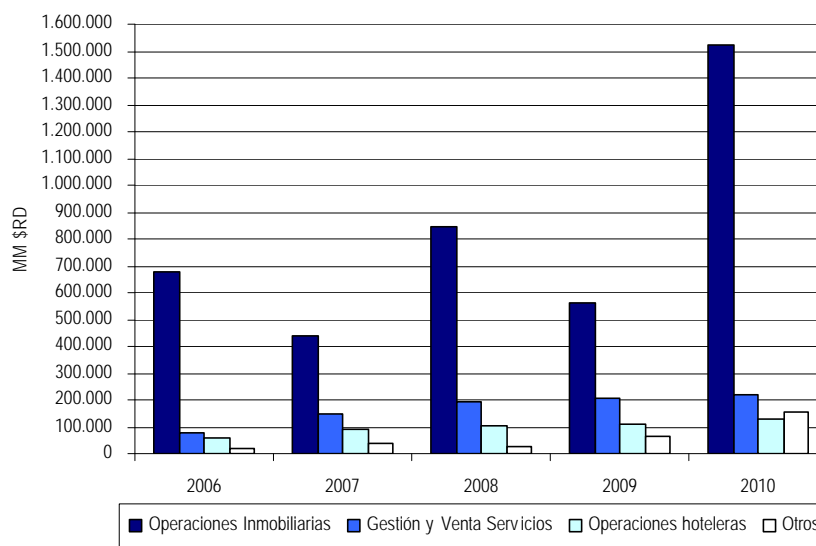
Los proyectos, que tienen acceso directo a las autopistas de la zona, cuentan con facilidades como campo de golf, playa, hotel, villas y apartamentos, entre otros.

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)



Los ingresos se reconocen en la medida que la propiedad se vende y se avanza en su construcción.

La compañía desarrollaba proyectos por etapas e iniciaba su construcción una vez que alcanzaba cierto nivel de preventa que acotaba el riesgo y costo de construcción. Sin embargo, luego de la crisis financiera y los problemas específicos de algunos proyectos inmobiliarios en República Dominicana, los compradores prefieren propiedades terminadas, lo que disminuye la venta en verde y aumenta la necesidad de financiamiento para la construcción.

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.

METRO COUNTRY CLUB

En el año 2010, los ingresos aumentan considerablemente por la venta de solares y villas y la moderada reactivación de las ventas por causa del reconocimiento de ingresos por concepto del avance de obras y el término de la etapa 1 de Marbella.

La gestión y venta de servicios aumenta de forma estable pero moderada según lo proyectado. En la medida que aumenta la ocupación y densidad de los proyectos, aumentan los ingresos por gestión de servicios básicos, tiendas, campo de golf, beach club y todos los servicios relacionados.

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

Entre los principales proyectos en cartera se encuentran:

- i) Las Olas. Proyecto de 227 apartamentos con vista al mar, que tiene un 70% vendido y un avance en la construcción de 80%.
- ii) Marbella. Proyecto de 465 apartamentos en la zona del antiguo hotel Playa Real. A diciembre de 2010, el proyecto tiene vendidas 344 unidades.
- iii) Costa Blanca Apartamentos. Proyecto de 206 apartamentos en orilla de playa en la zona cercana a San Pedro de Macoris. La venta alcanza las 79 unidades y se debería iniciar la construcción en el corto plazo en la medida que se obtenga financiamiento.
- iv) Costa Blanca Fundadores. 52 Villas ubicadas en la zona de playa cercana a San Pedro de Macoris, con una venta de 81% y avance de construcción del orden de 85% a diciembre de 2010.
- v) Costa Blanca Punta Coralina. Proyecto de 28 unidades, con cerca de 30% vendido y 85% de avance en construcción

Nuevos terrenos para el desarrollo de nuevos proyectos serían financiados con la emisión de deuda financiera, lo que permitiría mantener el ritmo de crecimiento y potencial de desarrollo de MCC.

La disminución de preventa disminuye la generación de cuentas por cobrar y concentra los ingresos al momento de entregar la propiedad ya terminada. Luego de la crisis del año 2009, las ventas se concentran en el mercado local.

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.

Pese a la crisis financiera, la compañía tuvo visión estratégica y la capacidad financiera para mantener los precios de los inmuebles. Aunque la demanda disminuyó, se produjo detención y salida de varios proyectos competidores, lo que bajo 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 de venta superan los US\$ 2.500 por metro cuadrado y se estima un desarrollo creciente para el futuro.

METRO COUNTRY CLUB

Sector turístico en República Dominicana y beneficio tributario MCC

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”.

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.

La industria del Turismo es parte relevante de la actividad económica dominicana. En el año 2009, representó un 8,5% del Producto Interno Bruto, con ingresos por más de US\$ 4.000 millones.

Metro Country Club se encuentra acogido a 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.

Por otra parte, la crisis financiera internacional afectó las operaciones de otros proyectos similares en República Dominicana, disminuyendo la oferta disponible y el desarrollo de proyectos comparables. 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.

Los beneficios tributarios existentes, la ubicación y clima privilegiado de República Dominicana, entregan ventajas estructurales para el desarrollo e implementación de proyectos turísticos inmobiliarios.

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

	2006	2007	2008	2009	2010 (int)
Ingresos Totales	831.178	714.631	1.175.407	938.518	2.026.622
Margen Operacional	35,2%	1,0%	25,9%	20,1%	14,9%
Flujo Operacional (1)	336.291	240.900	531.636	288.189	313.903
Margen Neto	19,1%	10,1%	32,2%	14,2%	5,9%
Rentabilidad Patrimonial	22,1%	9,6%	33,3%	8,9%	7,1%
Rentabilidad Activos	5,2%	2,1%	5,9%	1,8%	1,5%
Activos	3.021.336	3.431.643	6.370.458	7.252.561	8.129.743
Pasivos	2.305.202	2.680.489	5.233.854	5.756.200	6.445.560
Pasivos Financieros	745.616	1.196.341	1.287.481	2.053.518	3.188.384
Patrimonio	716.134	751.154	1.136.604	1.496.361	1.684.183
Leverage (2)	3,2	3,6	4,6	3,8	3,8
Leverage Financiero	1,0	1,6	1,1	1,4	1,9
Flujo Op./ Gastos Financieros	2,7	2,3	4,5	2,7	2,1
Pasivo Financiero/ Flujo Op.	2,2	5,0	2,4	7,1	10,2
Liquidez Corriente	1,6	1,4	1,2	3,0	2,5
Test ácido	1,0	0,9	0,7	1,6	1,3

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

(2) Incluye interés minoritario

METRO COUNTRY CLUB

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.

El aumento de los ingresos en el 2010, se explica por la venta de solares y el avance de las obras de proyectos en cartera. La compañía ajusto su enfoque para captar clientes que buscan unidades terminadas o activos concretos para adquisición.

Los márgenes operativos exhiben un deterioro por la activación y reconocimiento de gastos financieros como parte del costo de construcción de los inmuebles. Consistente con lo anterior, la caída del margen neto responde a la mayor deuda financiera para sustentar la construcción.

Cuentas por cobrar estables y caída de los ingresos diferidos

Las cuentas por cobrar se mantienen estables entre el cierre del ejercicio 2009 y 2010. Aunque los proyectos avanzaron y fueron entregados, lo que produce cobranza, se produjeron nuevas ventas que difieren cuentas por cobrar hasta la potencial terminación y entrega de las unidades.

Las cuentas por cobrar del proyecto Las Olas y algunos lotes de Costa Blanca garantizan el pago de la obligación con AIC Caribbean Fund.

La disminución de los ingresos diferidos de los pasivos responde a un menor nivel de preventa. Al existir menos venta en etapas preliminares disminuye el reconocimiento de resultados en la medida que avanza la construcción.

Aumento del endeudamiento

Según lo esperado, el leverage financiero continúa su crecimiento desde 1,1 veces en diciembre de 2008 a 1,4 veces al cierre de 2009 y 1,9 veces en diciembre de 2010.

El aumento del patrimonio no fue suficiente para compensar el incremento de la deuda financiera desde fines del año 2008, usado para financiar la adquisición y construcción de proyectos en cartera.

Por otra parte, el leverage total de la compañía se mantiene entre 2009 y 2010, principalmente por la caída de ingresos diferidos.

La generación operacional creció pero no lo suficiente para compensar los mayores gastos financieros. A diciembre de 2010, la cobertura de gastos financieros llegó a 2,1 veces (2,7 veces en diciembre de 2009) y continúa la tendencia decreciente desde diciembre de 2008. Al mismo tiempo, la relación entre el pasivo financiero y flujo operacional subió desde 7,1 veces hasta 10,2 veces, lo que fuerza a la compañía a alargar el pago de sus obligaciones en caso de mantener otras variables constantes.

Los principales componentes de la deuda financiera son:

- i) US\$ 36 millones con AIC Caribbean Fund, con vencimiento en abril de 2012;
- ii) US\$ 19 millones con Banreservas, con vencimiento en septiembre de 2012;

Estos préstamos, junto a otros, poseen ciertas garantías y, en ocasiones, se asocian a proyectos específicos, que inmovilizan parte de los recursos de un proyecto específico como fuente de repago del crédito que puede ser complementado con otras fuentes de la compañía. De esta forma, disminuye la flexibilidad financiera de

METRO COUNTRY CLUB

la entidad en términos globales, pues no existe libre disponibilidad de la totalidad de los recursos generados.

El perfil de vencimientos de la deuda, superior a un año y concentrada en los años 2012 y 2013, es consistente con la maduración y entrega de los proyectos en cartera que en buena parte las garantizan. Además, la mayor parte se encuentra denominada en dólares americanos, lo que es consistente con la generación de ingresos en la misma divisa.

Nueva emisión de deuda

La nueva emisión será por un monto de US\$ 12 millones denominados en dólares americanos y \$RD 862,5 millones denominadas en pesos dominicanos. Aún no se define la estructura definitiva de amortización de capital y pago de intereses, lo que será evaluada al momento de definirla y ratificar la clasificación.

Los usos de la emisión consideran el financiamiento de: 80% de nuevos terrenos para las extensiones I, II del proyecto Costa Blanca (US\$ 11 millones); 80% de los nuevos terrenos para la etapa V de MCC (US\$ 12 millones); y financiar urbanización de los terrenos mencionados (US\$ 11 millones). El saldo restante será destinado para el pago de los diversos costos de la emisión.

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

Todos los cobros de los proyectos en garantía pasarán a la cuenta escrow, donde se deben mantener recursos suficientes para:

- i) La reserva de al menos dos cupones de intereses;
- ii) Pagar gastos de la emisión;
- iii) Entregar recursos para la urbanización de los proyectos, según los reportes de avance de cubicación certificadas por el ingeniero independiente;
- iv) Capital de trabajo para los proyectos en marcha hasta por US\$ 100.000 mensuales
- v) Una vez iniciada la venta y cobro de los proyectos, 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 dos covenants relevantes:

1. Ratio de garantía mayor o igual a 2 veces, que se mide como la relación entre el valor de las propiedades en garantía más el 50% de las cuentas por cobrar por las ventas de los mismos proyectos y la deuda neta de cuentas de reserva.
2. Ratio deuda patrimonio igual o menor a 2,2 veces, medido como la deuda financiera entre el total del patrimonio.

El incumplimiento de los ratios imposibilita el uso de recursos de las cuentas escrow para fines distintos a pago de la obligación e intereses por la emisión de bonos.