

Corporativo/República  
Dominicana  
Análisis de Riesgo

## Comercial B. Inmobiliaria, C. por A. (COBINCA)

### Ratings

Tipo Instrumento	Rating Actual	Rating Anterior	Ultimo Cambio
Corto Plazo	F-2(dom)	NC	Mar-2006
Largo Plazo	A-(dom)	NC	Mar-2006

NC – No calificado anteriormente.

### Definición General de la Calificación:

**A-(dom):** La calificación A-(dom) denota una baja expectativa de riesgo de crédito. La capacidad de pago oportuno para con los compromisos financieros es considerada como sólida. Dicha capacidad puede, sin embargo, ser más vulnerable a cambios en circunstancias o condiciones económicas que en el caso de las calificaciones más altas.

**F-2(dom):** La calificación F-2(dom) denotan una satisfactoria capacidad de pago oportuno para con los compromisos financieros, pero el margen de seguridad no es tan grande como en el caso de las calificaciones superiores.

### Analistas

Hilario Ramírez  
(58 212) 286 32 32  
[hilario.ramirez@fitchdominicana.com](mailto:hilario.ramirez@fitchdominicana.com)

Carlos Fiorillo  
(58 212) 286 38 44  
[carlos.fiorillo@fitchdominicana.com](mailto:carlos.fiorillo@fitchdominicana.com)

### Perfil

Comercial B. Inmobiliaria, C. por A. (COBINCA), inició operaciones en el año 1987 en la ciudad de Santo Domingo, dedicándose a la actividad de alquiler de inmuebles, específicamente naves y locales comerciales a empresas manufactureras y de servicios, con ingresos cercanos a 190 millones de pesos anuales.

#### Fortalezas y Oportunidades

- Sólido posicionamiento en el mercado dominicano
- Adecuado perfil de vencimiento de la deuda financiera
- Apalancamiento conservador

#### Debilidades y Amenazas

- Concentración de ingresos
- Susceptibilidad a la apreciación de la moneda
- Volatilidad de indicadores de rentabilidad
- Variabilidad del ambiente operativo en la República Dominicana

### Fundamentos

Comercial B. Inmobiliaria, C. por A. (COBINCA), inició operaciones en el año 1987 dedicándose al alquiler de inmuebles en la ciudad de Santo Domingo. Sus actividades iniciaron un importante proceso de expansión a partir del año 1999, concentrándose en el arrendamiento de locales comerciales y naves a empresas del sector manufacturero y de servicios en la República Dominicana, incursionando en la venta de inmuebles residenciales. Los ingresos por alquileres de la empresa provienen de tres segmentos: oficinas y comercios; naves y espacios residenciales, siendo que el primer segmento representa cerca del 60% de los ingresos de la empresa.

Las operaciones de COBINCA se fundamentan en contratos de arrendamiento cuya duración oscila entre dos y cinco años, estipulando adicionalmente la fijación de los cánones de arrendamiento casi en su totalidad en dólares estadounidenses y algunos denominados en pesos siendo que en ambos casos se ajustan en forma anual. La empresa diseña los contratos considerando las características del cliente, siendo que en su mayoría establecen el pago por adelantado; en este sentido, es de destacar los reducidos niveles de morosidad que ha presentado la empresa en los últimos años, como consecuencia de una cartera de clientes, en su mayoría, con una adecuada calidad crediticia.

Tomando en cuenta las características de los contratos de arrendamiento, los ingresos de la empresa están correlacionados con el tipo de cambio mientras que sus costos están afectados fundamentalmente denominados en pesos dominicanos. De esta forma, se observa cierta variabilidad de la rentabilidad de la empresa en función del desempeño del tipo de cambio.

El durante el año fiscal 2004, la recuperación de la actividad económica fundamentalmente en el segundo semestre del año, incidió favorablemente en los niveles de ocupación de los inmuebles de la empresa lo cual aunado a la depreciación de la moneda ocasionó que los ingresos registraran un importante crecimiento con relación al período anterior y, a su vez, la empresa mostró un satisfactorio margen EBITDA. Dado el relativamente bajo nivel de apalancamiento de la empresa las relaciones de cobertura han sido satisfactorias. Sin embargo, para el primer semestre del año 2005, la apreciación del tipo de cambio y la venta de algunos activos por debajo de su valor en libros redujeron considerablemente el margen EBITDA aunque sus relaciones de cobertura continuaron siendo satisfactorias.

### Marzo 2006

La presente calificación de riesgo otorgada por Fitch Dominicana refleja la capacidad del emisor de cumplir con sus obligaciones contraídas en moneda local, por lo cual éste reporte tiene fines informativos y no representa oferta de compra o venta de un determinado título o producto. La presente calificación no aplica a las empresas subsidiarias y/o afiliadas del emisor. Esta información puede ser reproducida únicamente con indicación de la fuente. Fitch Dominicana no es responsable por los errores, omisiones o resultados obtenidos por el uso de tal información. Toda la información incluida en este reporte proviene de fuentes consideradas por Fitch Dominicana como confiables (emisor, auditores, reguladores, etc.). Fitch Dominicana no verifica ni audita dichas informaciones.

[www.fitchdominicana.com](http://www.fitchdominicana.com)

## ▪ Perfil

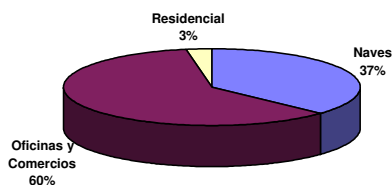
Comercial B. Inmobiliaria, C. por A. (COBINCA), comenzó sus operaciones en el año 1987 dedicándose al alquiler de inmuebles en la ciudad de Santo Domingo. Sus actividades iniciaron un importante proceso de expansión a partir del año 1999, concentrándose en el arrendamiento de locales comerciales y naves a empresas del sector manufacturero y de servicios en la República Dominicana; sin embargo, recientemente ha incursionado en la venta de inmuebles residenciales. Actualmente dispone de un área total de 46.000 m<sup>2</sup> de espacios para arrendar.

**Presentación de Cuentas:** Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados por la firma Impositivo Reyes & Asociados. Los estados financieros empleados en la elaboración del presente informe fueron elaborados de acuerdo a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

## ▪ Operaciones

Los ingresos por alquileres de la empresa provienen de tres segmentos: oficinas y comercios, naves y espacios residenciales, siendo que los espacios destinados a oficinas y comercios representan cerca del 60% de los ingresos de la empresa.

**Gráfico N° 1**  
**Distribución de Ingresos por Alquileres 2004**



En la actualidad la empresa cuenta con una cartera de unos 14 clientes que operan en varios sectores de la economía como manufactura, servicios, consumo masivo y telecomunicaciones, aunque tal número de clientes determina un importante nivel de concentración. Es así como las empresas de distribución de electricidad representan poco más de un tercio de los ingresos de COBINCA, seguido por el sector de consumo masivo, siendo que ambos constituyen más de la mitad de los ingresos por alquileres de la compañía. Por su parte, el principal cliente de COBINCA representa un tercio de la renta de la empresa, implicando un importante riesgo de concentración, el cual es parcialmente mitigado por la antigüedad del mismo y su favorable historial de pago.

La empresa diseña los contratos considerando las características del cliente, siendo que en su mayoría establecen el pago por adelantado; en este sentido, es de destacar los reducidos niveles de morosidad que ha

presentado la empresa en los últimos años, como consecuencia de una cartera de clientes, en su mayoría, con una adecuada calidad crediticia.

Tomando en cuenta las características de los contratos de arrendamiento, los ingresos de la empresa están correlacionados con el tipo de cambio mientras que sus costos están afectados fundamentalmente denominados en pesos dominicanos. De esta forma, se observa cierta variabilidad de la rentabilidad de la empresa en función del desempeño del tipo de cambio. De esta forma, cualquier distorsión en el comportamiento de ambas variables tendría un impacto importante en los ingresos, así como en los márgenes de la empresa, sobre todo bajo escenarios de apreciación del tipo de cambio. En este sentido, para junio de 2005 los niveles inflacionarios de los últimos 18 meses alcanzaron cerca de 30%, comparado con una apreciación nominal del peso dominicano de 19%, lo que ha afectado los márgenes en períodos recientes.

Otro factor fundamental que incide en la evolución de los ingresos de la empresa lo constituye el porcentaje de ocupación de los inmuebles arrendados, el cual está en función del nivel de actividad económica. De esta forma, durante el año 2004, gracias a la estabilización del ambiente operativo en la República Dominicana, se registró un incremento de la ocupación de la cartera de inmuebles de la empresa con relación al año 2003, alcanzado niveles cercanos al 75%. Asimismo, gracias a la tendencia creciente de la economía dominicana durante el primer semestre del año 2005, aunado a la capacidad de la gerencia en la colocación de los espacios disponibles, la tasa de ocupación en los tres segmentos de clientes de COBINCA, se sitúa cerca del 100%.

Vale destacar que la administración del condominio de la cartera de inmuebles de la empresa es realizado en su mayoría por terceros, y en el caso de la administración directa, COBINCA percibe ingresos bajo un esquema fijo-variable en función de los metros cuadrados de los inmuebles y del volumen de gastos, representando, no obstante, una pequeña proporción de los ingresos totales de la empresa.

## ▪ Estrategia y Posición Competitiva

Como consecuencia de la experiencia de la gerencia de COBINCA en el negocio inmobiliario de alquiler de espacios comerciales, oficinas y naves en la República Dominicana, esta empresa se constituye en uno de los principales oferentes de espacios en el país, destacándose por la calidad de sus inmuebles. Por lo general el resto de las operaciones llevadas a cabo por inversionistas dispersos, lo cual posiciona a COBINCA con un gran potencial de continuar incrementando su participación en este mercado.

La estrategia de COBINCA está enfocada en incrementar la cartera de clientes a fin de diversificar sus ingresos, conjuntamente con el aumento del plazo promedio de los

contratos de arrendamiento a un nivel cercano a los 5 años. Asimismo, prevé realizar inversiones a fin adecuar ciertas áreas de oficinas, desarrollar algunas naves una vez sean colocadas con clientes específicos así como desarrollar inmuebles residenciales destinados a la clase media todo lo cual llevaría a realizar inversiones cercanas a los 3,5 millones de dólares en los próximos dos años.

Por otro lado, la gerencia de COBINCA estima mantener la estructura de vencimiento de la deuda financiera, contratando pasivos a mediano o largo plazo, acorde con las características de sus activos y de la generación de ingresos de los mismos. Debe destacarse adicionalmente, que los financiamientos han sido contratados con una reducida cesión de sus inmuebles en garantía.

#### ▪ **Desempeño Financiero**

El año 2004, fundamentalmente en el segundo semestre del año, estuvo enmarcado por la estabilización de las principales variables macroeconómicas del país y por un entorno de recuperación de la actividad. Lo anterior incidió favorablemente en los niveles de ocupación de los inmuebles de la empresa, que aunado a la depreciación de la moneda significó que los ingresos registraran un importante crecimiento de 46% con relación al ejercicio 2003.

A pesar del descenso del margen EBITDA por efecto del crecimiento de los precios internos impactó desfavorablemente sobre los gastos generales y administrativos, COBINCA registró un resultado neto positivo y una satisfactoria rentabilidad patrimonial, a lo que contribuyó las ganancias cambiarias por efecto de la apreciación de la moneda sobre sus pasivos denominados en moneda extranjera.

Debe destacarse que la empresa mantiene adecuados niveles de margen EBITDA lo que aunado a su nivel conservador de apalancamiento se reflejó en el AF04 en una cobertura de intereses satisfactoria. Asimismo, la

estructura de capital de la empresa medida a través del indicador de deuda total ajustada a capitalización se considera conservadora siendo que dicha relación alcanzó 16,2% a diciembre de 2004.

Por su parte, el desempeño del indicador de liquidez de la empresa muestra la variación del inventario de inmuebles destinados a la venta, debido a que COBINCA registra muy reducidas cuentas por cobrar gracias al cobro anticipado de las rentas en la mayoría de los contratos, así como por la reducida morosidad de su cartera de clientes. Es importante señalar que la empresa no registra deuda financiera a corto plazo.

#### ▪ **Eventos Financieros Recientes**

Durante el primer semestre del ejercicio 2005, culminado en junio de dicho año, las operaciones de COBINCA se vieron afectadas por dos factores fundamentales. En primer lugar, la apreciación del tipo de cambio durante el período compensó la mayor tasa de ocupación de inmuebles e incrementó el peso de los gastos administrativos dentro de los ingresos por arrendamiento de inmuebles. En segundo lugar, la empresa realizó la venta de algunos activos cuyo precio de venta no pudo superar el costo de los mismos. Estos dos hechos, redujeron considerablemente los márgenes operativo y EBITDA de COBINCA con relación al cierre del ejercicio anterior, aunque la operación de ventas de inmuebles implicó un ingreso de caja que incrementó el nivel de efectivo y equivalentes lo cual a su vez, incrementó la relación de activo circulante a pasivo circulante hasta un nivel cercano a la unidad.

La reducción del margen EBITDA se reflejó en el deterioro de la cobertura de gastos financieros y de la relación de deuda total ajustada a EBITDA, aún cuando, con la reducción de la deuda financiera se logró una mejora de los indicadores de apalancamiento.

## Resumen Financiero - Comercial B. Inmobiliaria, C. Por A.

(Cifras consolidadas expresadas en millones de pesos dominicanos)

Tipo de Cambio DOP/USD a final del Período 29,04 31,05 36,06 17,76 16,97

Meses

	6	12	12	12	12
	Jun-05	Dic-04	Dic-03	Dic-02	Dic-01

### Indicadores Financieros

EBITDA/Gastos Financieros	2,36	5,00	3,14	2,69	3,41
(EBITDA-Inv. En Act. Fijo)/Gastos Financieros	4,18	4,64	3,34	2,47	N/A
Deuda Total Ajustada/EBITDA	2,48	0,86	2,54	3,85	7,03
Deuda Neta Ajustada/EBITDA	1,64	0,82	2,45	3,83	6,73
Deuda Total Ajustada/Capitalización	13,7%	16,2%	35,6%	30,8%	29,2%

### Estado de Resultados

Ventas	72	188	129	77	47
Cambio (%)	-23,7%	45,7%	68,5%	64,9%	N/A
EBITDA	18	121	100	61	32
Margen EBITDA	25,5%	64,1%	77,0%	79,0%	68,0%
Depreciación y Amortización	8	16	13	15	7
EBIT	10	105	87	46	0
Gastos Financieros	8	24	32	23	9
Costo Financiero Implícito (%)	15,9%	13,5%	13,0%	9,9%	N/A
Utilidad Neta	14	72	-68	-14	11
Retorno sobre Patrimonio Promedio*	4,18%	11,07%	-11,00%	-2,07%	N/A
Retorno sobre Activo Promedio*	3,75%	9,70%	-8,82%	-1,74%	N/A

### Flujo de Caja

Flujo de Caja Operativo	-7	117	100	61	N/A
Variación en Capital de Trabajo	5	26	37	-12	N/A
Flujo de Caja Operativo Neto	-2	143	136	49	N/A
Inversión en Activos Fijos	14	-9	6	-5	N/A
Otras Inversiones, netas	2	7	-2	-3	N/A
Variación Neta de Deuda	-10	-153	-135	-48	N/A
Variación Neta de Patrimonio	21	8	2	80	N/A
Otros financiamientos netos	0	0	0	0	N/A
Variación Neta de Caja	25	-3	7	-8	N/A
Flujo de Caja Libre	30	114	111	21	N/A

### Balance

Caja y Valores Líquidos	31	5	9	1	9
Cuentas por Cobrar	2	2	0	1	0
Activos Totales	722	721	763	780	795
Deuda a Corto Plazo	0	0	27	15	0
Deuda a Largo Plazo	91	104	226	219	222
Otras Deudas	0	0	0	0	0
Total Deuda Ajustada	91	104	253	233	222
Total Patrimonio	572	538	458	525	539
Intereses Minoritarios	0	0	0	0	0
Total Capital	663	642	711	758	761

### Liquidez

Deuda a Corto Plazo/Deuda Total	0%	0%	10%	6%	0%
Caja y Valores Líquidos/Deuda a Corto Plazo	N/A	N/A	0,33x	0,09x	N/A
EBITDA/(Deuda a Corto Plazo + Gastos Financieros*)	2,36x	5,00x	1,71x	1,63x	3,41x

### Riesgo Cambiario

Posición en Moneda Extranjera Neta (MM de USD) N.D. N.D. N.D. N.D. N.D.

### Vencimientos de Deuda Largo Plazo (al cierre de junio de 2005)

Año	2006	2007	2008	>2008
Vencimientos	0	0	66	25

\* En caso que pertenezcan a periodos menores a un año, los índices se anualizaran con fines comparativos