

Construcción de Vivienda  
República Dominicana  
Análisis de Crédito

**Corporación Delta Intur S.A. y Subsidiarias**  
**DELTUR**

**Calificaciones**

Tipo de Instrumento	Calificación
Calificación Nacional Largo Plazo	B-(dom)
Calificación Nacional Corto Plazo	B(dom)
Emisión de Bonos Corporativos por 1.300 millones de pesos	B-(dom)

**Información Financiera**

<b>DELTUR</b>		
(M DOP)	31/08/10*	31/12/09
Ventas Netas	189.056	201.302
EBITDA	(37.026)	(28.223)
FGO	(231.098)	(71.650)
Deuda Total	1.625.143	1.367.998
EBITDA/Gastos Fin.	(0,3x)	(2,5x)
Deuda Total/EBITDA	(43,9x)	(48,5)
Total/FGO	(15x)	(22,7x)

\*Cifras no auditadas. UDM

**Analistas**

Julio Ugueto  
+58 212 2863232  
julio.ugueto@fitchratings.com

Hilario Ramírez  
+58 212 2863844  
hilario.ramirez@fitchratings.com

**Reporte Relacionado**  
**Metodología Aplicada**

• **Corporate Rating Methodology (August 16, 2010)**

• **National Ratings Methodology Update (December 18, 2006)**

**Fundamentos de Calificación**

- Las calificaciones de Delta Intur incorporan la lenta recuperación del mercado inmobiliario dominicano y los retrasos en el proceso de construcción de la empresa, lo que se ha reflejado en un modesto ritmo de entrega de viviendas durante el año 2010. Esta situación ha impactado negativamente la evolución de su flujo de caja operativo (FCO), el cual se ubicó en -457 millones de pesos a agosto 2010 (-426,5 millones de pesos en AF09). Fitch prevé una entrega de viviendas sustancialmente inferior a lo planificado para este año, lo cual aunado a la posibilidad de nuevos retrasos en el desembolso del financiamiento local necesario para terminar las obras en proceso de construcción mantendrá el FCO de la empresa en territorio negativo al cierre del AF10.
- Las calificaciones consideran la alianza estratégica alcanzada en Octubre 2010 entre Delta Intur y un importante contratista local, mediante la cual la primera monetiza activos inmobiliarios que servirán para financiar capital de trabajo aportado por la segunda, lo que permitirá solventar el atraso en la construcción de viviendas de interés social promovidas por Delta Intur y comenzar a fortalecer su flujo de caja. Aún y cuando Fitch prevé que este acuerdo estratégico tendrá un impacto moderado en el FCO de Delta Intur en el mediano plazo, es altamente probable que el perfil de liquidez de la compañía presente presiones en el corto plazo. Asimismo, para solventar la situación de debilidad en su flujo de caja, Delta Intur se encuentra negociando el deslinde y venta parcial de suelos, operación no medular del negocio que pudiera generar ingresos adicionales estimados por la gerencia en 5 millones de dólares durante el mes de diciembre de 2010. De concretarse esta operación, la caja adicional se utilizaría para reducir la deuda a corto plazo (722 millones de DOP) y financiar capital de trabajo necesario para avanzar en la construcción de diferentes proyectos. Fitch continuará evaluando el desarrollo de las iniciativas emprendidas por la compañía así como los efectos en su perfil financiero.
- Las calificaciones toman en consideración el refinanciamiento de la deuda de la empresa a través de una nueva emisión de bonos corporativos con garantía hipotecaria sobre terrenos de la empresa. El monto de esta emisión es de 1.300 millones de pesos a un plazo de 24, 30 y 36 meses. A agosto 2010, Delta Intur había colocado 850 millones de pesos de la referida emisión y se espera que hacia finales del año se coloquen unos 200 millones adicionales. Fitch no ha otorgado ningún beneficio adicional a la calificación por efecto de la garantía hipotecaria de la emisión en cuanto a la oportunidad o recuperación de pago de dichas obligaciones.

**Perspectiva y Factores Relevantes en la Calificación**

La calificación se reduciría si Delta Intur no logra recuperar el ritmo de entrega de viviendas en los próximos trimestres, lo que debilitaría aun más el flujo de caja y los indicadores de calidad crediticia de la empresa. Asimismo, las calificaciones podrían reducirse ante el retraso en el arranque de las diferentes iniciativas emprendidas por la empresa durante el segundo semestre 2010 para revertir la tendencia negativa registrada en su capacidad de generación de flujo de caja, o ante la imposibilidad de refinanciar deuda de corto plazo en los próximos meses, lo que añadiría presiones adicionales en el FCO y liquidez de la empresa.

**Liquidez y Estructura de Capital**

Delta Intur posee líneas de crédito y financiamientos para la construcción con la banca local por un monto de hasta 249 millones de pesos para hacer frente a las necesidades de liquidez del negocio. Actualmente, Delta Intur tiene un riesgo de refinanciamiento de 850 millones de pesos representados por el vencimiento de obligaciones financieras a lo largo del año 2012.

**Corporación Delta Intur y Subsidiarias**

(Cifras en miles de pesos dominicanos. Años fiscales al 31 de diciembre)

	UDM Ago-10	UDM May-10	2009	2008
<b>Profitability</b>				
Operating EBITDA	(37.026)	(56.944)	(28.223)	53.501
Operating EBITDAR	(37.026)	(56.944)	(28.223)	53.501
Operating EBITDA Margin (%)	(19,58)	(32,20)	(14,02)	34,60
Operating EBITDAR Margin (%)	(19,58)	(32,20)	(14,02)	34,60
FFO Return on Adjusted Capital	(2,71)	(3,53)	(1,56)	3,45
Free Cash Flow Margin (%)	(381,55)	(444,04)	(221,89)	272,48
Return on Average Equity (%)	(7,60)	(6,87)	(2,50)	1,61
<b>Coverage</b>				
FFO Interest Coverage	(0,88)	14,47	(5,33)	11,29
Operating EBITDA/Gross Interest Expense	(0,30)	6,29	(2,49)	4,78
Operating EBITDAR/ Interest Expense + Rents	(0,30)	6,29	(2,49)	4,78
Operating EBITDA/ Debt-Service Coverage	(0,04)	(0,14)	(0,02)	0,04
Operating EBITDAR/ Debt-Service Coverage	(0,04)	(0,14)	(0,02)	0,04
FFO Fixed Charge Coverage	(0,88)	14,47	(5,33)	11,29
FCF Debt Service Coverage	(0,71)	(2,01)	(0,33)	0,35
(FCF+Cash & Marketable Securities)/Debt-Service Coverage	(0,71)	(2,01)	(0,32)	0,35
Cash Flow from Operations/Capital Expenditures	(1,73)	(2,39)	(21,12)	15,64
<b>Leverage</b>				
FFO Adjusted Leverage	(15,02)	(9,96)	(22,67)	10,27
Total Debt with Equity Credit/Operating EBITDA	(43,89)	(22,89)	(48,47)	24,29
Total Net Debt with Equity Credit/Operating EBITDA	(43,87)	(22,89)	(48,29)	24,18
Total Adjusted Debt/Operating EBITDAR	(43,89)	(22,89)	(48,47)	24,29
Total Adjusted Net Debt/Operating EBITDAR	(43,87)	(22,89)	(48,29)	24,18
Implied Cost of Funds (%)	8,61	(0,70)	0,85	1,72
Secured Debt/Total Debt				
Short-term Debt/Total Debt	0,44	0,31	0,96	0,96
<b>Balance Sheet</b>				
Total Assets	5.581.727	5.621.401	5.763.342	5.287.089
Cash and Marketable Securities	815	187	5.016	5.814
Short-Term Debt	722.326	403.837	1.313.145	1.241.555
Long-term Debt	902.817	899.817	54.853	57.723
Total Debt	1.625.143	1.303.654	1.367.998	1.299.278
Equity Credit				
Total Debt with Equity Credit	1.625.143	1.303.654	1.367.998	1.299.278
Off-Balance Sheet Debt	0	0	0	0
Total Adjusted Debt with Equity Credit	1.625.143	1.303.654	1.367.998	1.299.278
Total Equity	2.375.500	2.400.305	2.493.568	2.364.205
Total Adjusted Capital	4.000.643	3.703.959	3.861.566	3.663.483
<b>Cash Flow</b>				
Funds from Operations	(231.098)	(121.862)	(71.650)	115.279
Change in Working Capital	(226.289)	(432.081)	(354.817)	334.883
Cash Flow from Operations	(457.387)	(553.943)	(426.467)	450.162
Total Non-Operating/Non-Recurring Cash Flow	0	0	0	0
Capital Expenditures	(263.947)	(231.428)	(20.194)	(28.783)
Common Dividends	0	0	0	0
Free Cash Flow	(721.334)	(785.371)	(446.661)	421.379
Net Acq. and Divest.	0	0	0	510
Other Investments, Net	122.427	213.551	143.045	(820)
Net Debt Proceeds	396.122	319.949	68.720	(507.249)
Net Equity Proceeds	202.859	207.659	234.098	0
Other (Inv. & Fin.)	0	51.395	0	0
Total Change in Cash	74	7.183	(798)	(86.180)
<b>Income Statement</b>				
Revenue	189.056	176.871	201.302	154.647
Revenue Growth (%)			30,17	
Operating EBIT	(44.061)	(63.965)	(33.914)	47.884
Gross Interest Expense	122.868	(9.046)	11.318	11.199
Rental Expense	0	0	0	0
Net Income	(178.860)	(158.200)	(60.746)	19.039

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://www.fitchratings.com). LAS CALIFICACIONES PUBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGIAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACION PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO.

Derechos de autor © 2010 por Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004 Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmo una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1.000 a USD750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10.000 y USD1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.