

Corporativo/República
Dominicana
Análisis de Riesgo

Franquicias Dominicanas, C. por A. (GOLD'S GYM)

Ratings

Tipo Instrumento	Rating Actual	Rating Anterior	Ultimo Cambio
Corto Plazo	B(dom)	F-3(dom)	Feb-2004
Largo Plazo	BB(dom)	BBB-(dom)	Feb-2004

NR – No calificado anteriormente.

Definición General de la Calificación:

BB(dom): Las calificaciones BB(dom) indican que hay posibilidad de riesgo de crédito. Particularmente como resultado de cambios económicos adversos en el tiempo; sin embargo, cuentan con alternativas que podrían permitir el pago de los compromisos.

B(dom): La calificación B(dom) indican una mínima capacidad de pago de los compromisos financieros. Dicha capacidad es altamente susceptible a cambios adversos en el corto plazo de las condiciones económicas y financieras.

Analistas

Franklin Santarelli
(58 212) 286 32 32

franklin.santarelli@fitchdominicana.com

Carlos Fiorillo
(58 212) 286 38 44

carlos.fiorillo@fitchdominicana.com

Perfil

Franquicias Dominicanas C. por A (GOLD'S GYM), fundada en el año 1998, es una empresa dedicada al desarrollo y administración de gimnasios bajo la marca Gold's Gym. GOLD'S GYM maneja 3 gimnasios en la República Dominicana y también es el representante exclusivo de los accesorios deportivos identificados de la marca homónima.

Fortalezas y Oportunidades

- Ventas crecientes y atomizadas
- Adecuado perfil de vencimientos de la deuda a largo plazo
- Amplio margen operativo

Debilidades y Amenazas

- Reducción de la rentabilidad producto del mayor costo financiero
- Relaciones de liquidez estrechas
- Exposición cambiaria
- Aumento del apalancamiento
- Deterioro del ambiente operativo en la República Dominicana

Fundamentos

Las actividades de GOLD'S GYM durante el año 2003 (AF03) estuvieron enmarcadas en la completación e inauguración de su nuevo establecimiento en Santo Domingo y el inicio del programa de afiliaciones a dicho gimnasio, todo esto en medio de un severo deterioro del ambiente operativo dentro de la República Dominicana que no solo resultó en una importante contracción del ingreso de la población y por ende de su demanda de bienes y servicios, sino también en una drástica devaluación y un aumento sustantivo de las tasas de interés. Estos cambios en las variables macroeconómicas afectaron negativamente el desempeño financiero de la empresa, siendo que el efecto de la devaluación sobre la posición pasiva neta en moneda extranjera al cierre del año resultó en una pérdida cambiaria superior a los cuatro millones de pesos (23% de la utilidad operativa), mientras que las mayores tasas de interés derivaron en un incremento de 41% en los gastos financieros, con la consecuente presión en la utilidad de la empresa la cual cayó en 36% a pesar del aumento de casi 67% en los ingresos brutos.

Por su parte y como respuesta al deterioro del ambiente operativo, la empresa aplicó una serie de iniciativas para enfrentar tal situación entre las cuales destacan: a) Incremento del precio de los servicios ofrecidos; b) extensión del plazo de vencimiento de parte de la deuda financiera y c) inicio de las negociaciones para la reducción de su exposición en moneda extranjera (mayoritariamente deuda bancaria), la cual fue completada durante el primer semestre de 2004 logrando reducir en poco más de un 50% dicha exposición. Si bien la empresa logró incrementar sus precios sin afectar significativamente su base de clientes y también reducir la carga de la deuda de corto plazo, la drástica devaluación de la moneda se reflejó en un aumento importante del apalancamiento de la empresa, siendo que la relación de pasivo a patrimonio se elevó hasta 3,2 veces. Durante los primeros cuatro meses del año 2004 (4MAF04), los accionistas de la empresa realizaron un aporte de capital por casi 30 millones de pesos para mejorar la flexibilidad financiera de la empresa, aunque la relación de pasivo a patrimonio aún supera las 2 veces.

Es importante destacar que durante el AF03 y los primeros meses del AF04, GOLD'S GYM ha registrado un aumento importante en el monto de las cuentas por cobrar a empresas relacionadas, las cuales pasaron a representar el 71% del activo circulante al cierre de abril de 2004, siendo que una porción de ellas no es exigible durante el año en curso y presenta vencimientos superior a los dos años. Según opinión de Fitch Dominicana, la transferencia de recursos hacia empresas relacionadas, que no necesariamente mantienen el mismo nivel de riesgo de la empresa, se constituye en debilidad de la empresa.

Durante los primeros 4MAF04, la mayor incorporación de nuevos socios al gimnasio abierto durante el año anterior, el mantenimiento de las nuevas tarifas y el esfuerzo comercial de la empresa han resultado en un nuevo aumento de los ingresos (50% en términos anualizados), los cuales pudieron al menos compensar las presiones del costo financiero y por ende recuperar parte de la rentabilidad perdida. Sin embargo, el nuevo aumento de la deuda bancaria, en parte por efecto de la devaluación, no permitió una mejora de las relaciones de cobertura de deuda ni tampoco en los indicadores de liquidez, los cuales aún lucen estrechos.

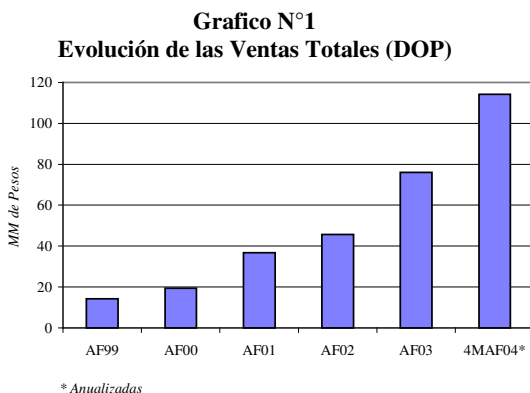
Agosto 2004

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.

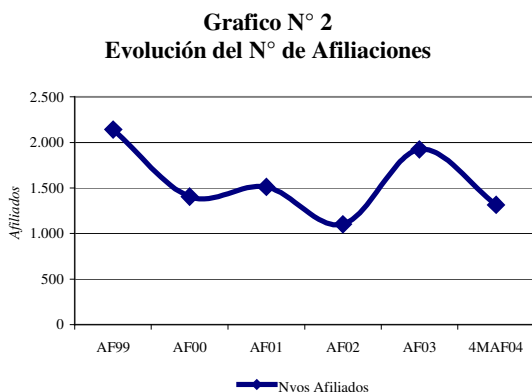
www.fitchdominicana.com

Operaciones

Siguiendo la tendencia de los últimos 5 años, GOLD's GYM mantuvo la tendencia expansiva de sus ingresos, aún en términos reales, siendo que los ingresos se elevaron en 67% durante el AF03, mientras que la inflación promedio alcanzó un 26%. Tal expansión estuvo explicada tanto por el aumento de casi 50% en el costo de la mensualidad a partir del tercer trimestre del año y también por efecto del mayor nivel de socios promedio, en parte beneficiado por la incorporación el tercer gimnasio en la ciudad de Santo Domingo.



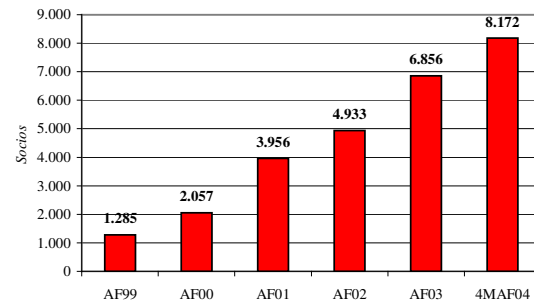
La inauguración del tercer gimnasio en la ciudad de Santo Domingo, ubicado en el Centro Comercial Coral Mall, el cual cuenta con una capacidad para 15.000 socios adicionales, le permitió a la empresa repuntar el nivel de afiliaciones con relación a las registradas el año anterior, siendo que al cierre del AF03 ya se habían incorporado unos 1.380 socios a dicho punto comercial. Por su parte, las otras instalaciones registraron un aumento de casi 1.000 personas en su nivel promedio de asociados, siendo que a nivel consolidado el número de afiliaciones totales alcanzó un promedio de 1.923 personas, el nivel más alto desde el AF99.



Dado que los afiliados podrían mantener un patrón de asistencia irregular a las instalaciones a lo largo del tiempo, siendo que dichos afiliados pueden no volver al gimnasio por decisión propia, el número de afiliados activos durante

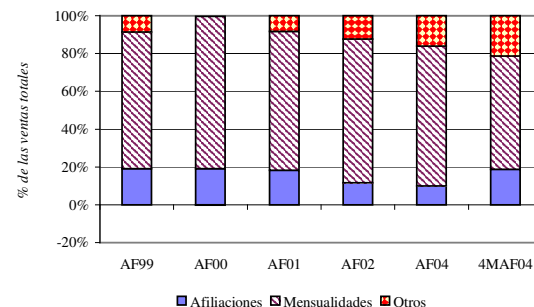
un período de tiempo podría ser diferente al número de afiliados acumulados a la fecha. A pesar de esta realidad, GOLD's GYM ha mantenido un número creciente de afiliados activos en los últimos años, lo cual le ha permitido fortalecer su facturación.

Grafico N°3
Evolución del Número de Clientes Activos



Por su parte, los ingresos derivados de la comercialización de productos deportivos, la cafetería y otros servicios ofrecidos por la empresa han mantenido una tendencia creciente a lo largo del tiempo, ya que al cierre de diciembre de 2003, los mismos representaban un 16% del total. Tales ingresos no solo se benefician del aumento de afiliados, sino también por la introducción de nuevos productos y servicios, como ocurrió en el AF03 cuando se comenzó la oferta de un producto llamado "Body Transformation", el cual consiste en un programa integral de entrenamiento físico, control nutricional y un control del nivel de actividad de la persona por un período de 90 días. La introducción de nuevos servicios con un mayor valor agregado, los cuales han tenido una amplia aceptación en el público, no solo le permiten a la empresa diversificar sus fuentes de ingresos con márgenes adecuados, sino también crear una estrategia de fidelización de la clientela.

Grafico N° 4
Distribución de los Ingresos por Ventas



▪ **Desempeño Financiero¹**

Las actividades de GOLD's GYM durante el AF03 (culminado el 31 de diciembre de 2003) estuvieron favorecidas por el incremento del número de afiliados promedio y el aumento de los precios promedio de los servicios. Así, durante el año en cuestión los ingresos por ventas registraron un aumento de casi 67% al ubicarse en 76 millones de pesos, siendo que vale destacar que el mayor número de nuevas afiliaciones permitió que dicho crecimiento supera con creces el del año anterior (+24%). El efecto de la devaluación sobre el costo de los productos comercializados resultó en un aumento de 117% del costo de ventas, mientras que el aumento de 60% de los gastos de administración y ventas no permitió una mayor mejora del margen operativo el cual se elevó tan solo en un punto porcentual hasta 23%, mientras que la relación EBITDA (utilidad operativa una vez descontada la depreciación) se redujo hasta 24 millones de pesos. Por su parte, el aumento de las tasas de interés y el mayor nivel de deuda promedio, derivaron en un aumento de los gastos financieros hasta poco más de 12 millones de pesos, mientras que el efecto de la devaluación sobre la posición corta en moneda extranjera derivó en una pérdida cambiaria ligeramente superior a los 4 millones de pesos. La presión de los gastos de financiamiento (intereses y cambiarios) más que compensaron el aumento de la utilidad operativa, con lo cual la utilidad neta se redujo hasta 1,6 millones de pesos, mientras que las relaciones ROAA y ROAE disminuyeron hasta 0,8% y 2,4% respectivamente.

Durante el año no se registraron mayores cambios en los indicadores de liquidez de la empresa, aunque si ocurrieron algunos cambios importantes en las partidas que componen el capital de trabajo de GOLD's GYM. En primer lugar, destaca positivamente la mejora en el perfil de la deuda financiera, en el cual se redujo hasta 31% del total la porción de corto plazo de la misma, aunque casi se mantuvo en términos absolutos. Por su parte, durante el período se registró un nuevo aumento de las cuentas por cobrar a empresas relacionadas, las cuales pasaron a representar el 86% del activo circulante al cierre de diciembre de 2003, siendo que una porción de ellas no es exigible durante el año en curso y presenta vencimientos superior a los dos años. Según opinión de Fitch Dominicana, la transferencia de recursos hacia empresas relacionadas, que no necesariamente mantienen el mismo nivel de riesgo de la empresa, se constituye en debilidad de la empresa. También destaca el aumento de las cuentas por pagar a empresas relacionadas las cuales se elevaron hasta 36 millones de pesos (43% del pasivo circulante), las cuales se generaron para financiar temporalmente las mejoras a algunas de las instalaciones de la empresa.

Al cierre de diciembre de 2002, el aumento más que proporcional de las cuentas por pagar (incluyendo a accionistas y empresas relacionadas) con relación al aumento del activo circulante, resultó en un ligero retroceso de los indicadores de liquidez, siendo que la relación de activo circulante a pasivo circulante se contrajo hasta 0,48 veces, mientras que la relación de efectivo e inversiones temporales a deuda financiera de corto plazo se redujo hasta 0,03 veces. La disminución del monto de las cuentas por cobrar a accionistas y relacionadas, podría resultar en una mejora de la liquidez de la empresa.

El aumento del EBITDA pudo compensar el mayor nivel de deuda financiera y el aumento de las tasas de interés en el mercado monetario, resultando en una mejora de las relaciones de cobertura de deuda e intereses. Para el cierre del AF03, la relación de EBITDA a gastos financieros se elevó hasta 2,1 veces, mientras que la relación de EBITDA a deuda financiera de corto plazo mejoró hasta 0,7 veces. Por su parte, la relación de EBITDA a deuda financiera total fue de 0,2 veces. Es importante que la existencia de una porción de la deuda financiera denominada en moneda extranjera en tiempo de aumento en el nivel de devaluación, podría resultar en un mayor deterioro de estas relaciones de cobertura, las cuales comparan desfavorablemente con la media del mercado.

Al cierre de diciembre de 2003 y a pesar del aporte de capital por 11 millones de pesos, la relación de pasivo a patrimonio se elevó hasta 3,2 veces, como consecuencia del efecto de la devaluación sobre la deuda financiera de la empresa, mientras que para la misma fecha del año anterior se ubicó en 1,8 veces. Es importante destacar que la empresa mantiene una porción de su deuda denominada en moneda extranjera, siendo que sus ingresos están enteramente denominados en moneda local, con lo cual GOLD's GYM resulta expuesto a la volatilidad del tipo de cambio. Al cierre de diciembre de 2003, los pasivos en moneda extranjera superaban a los activos por USD 1,1 millón.

▪ **Eventos Financieros Recientes²**

Las actividades de GOLD's GYM durante los primeros 4MAF04 (culminados en abril de 2004) estuvieron enmarcadas dentro de un ambiente baja actividad económica, un nuevo aumento del nivel de devaluación y un repunte de la inflación, lo cual se ha traducido en una nueva caída del ingreso de la población y por ende de la demanda de bienes y servicios. A pesar del deterioro en el ambiente operativo la empresa no sólo logró incrementar sus ventas en un 50% (anualizadas), sino que incluso pudo aumentar en casi un 20% el número socios activos gracias al inauguración del último gimnasio. Por su parte, el aumento menos que proporcional de los gastos de

¹ Los resultados financieros presentados en esta sección corresponden a los Estados Financieros Auditados Consolidados del año 2003.

² Correspondiente a los estados financieros interinos consolidados no auditados al cierre de abril de 2004 preparados por la empresa.

administración y ventas permitieron una mejora del margen operativo hasta 31%, mientras que la relación EBITDA se elevó hasta 14,2 millones de pesos. A pesar del aumento de los gastos financieros hasta 5,5 millones de pesos, producto del aumento de las tasas de interés y la pérdida cambiaria por 4,2 millones de pesos, la utilidad neta se elevó hasta 3,2 millones de pesos, mientras que las relaciones ROAA y ROAE mejoraron hasta 4,2% y 14,7% respectivamente.

Durante el período se mantuvo la tendencia expansiva de las cuentas por cobrar a relacionados, las cuales se elevaron en 63,4% con respecto al cierre de diciembre de 2003, siendo que el aumento de los otros activos (principalmente inversiones temporales) resultó en una disminución de la participación de las cuentas por cobrar a relacionados hasta un 71% del activo circulante, monto considerado alto de cara al cronograma de amortización esperado de dichas acreencias. Al cierre de abril de 2004, la relación de activo

circulante a pasivo circulante alcanzó 0,9 veces (0,3 veces si se excluye el monto de las cuentas por cobrar relacionadas), mientras que la relación de efectivo más inversiones en valores a deuda financiera de corto plazo fue de 0,1 veces.

El aumento de la utilidad operativa logró compensar los mayores gastos financieros y deuda, resultando en una mejora de las relaciones de cobertura. Así, la relación de EBITDA a gastos financieros se elevó hasta 2,6 veces al cierre de los 4MAF04, mientras que la relación de EBITDA a deuda financiera de corto plazo se mantuvo en 0,6 veces. Por su parte la relación de EBITDA a deuda financiera total se mantuvo estable en 0,3 veces. El aumento de capital por casi 30 millones de pesos, permitió una educción del apalancamiento hasta 2,1 veces, el cual aún es considerado relativamente alto.

Resumen Financiero - Franquicias Dominicanas, C. Por A.

(Cifras consolidadas expresadas en pesos dominicanos)^a

Tipo de Cambio DOP/USD a final del Período 46,29 35,78 20,79 17,03 16,65 15,92

Meses 4 12 12 12 12 12
Abr-04 Dic-03 Dic-02 Dic-01 Dic-00 Dic-99

Indicadores Financieros

EBITDA/Gastos Financieros	2,59x	2,09x	1,64x	2,17x	1,63x	1,76x
EBITDA*/Deuda de Corto Plazo	0,63x	0,69x	0,39x	1,02x	-	-
EBITDA*/Deuda Financiera Total	0,30x	0,22x	0,26x	0,42x	-	-
EBITDA*/Deuda Financiera Neta de Corto Plazo	0,67x	0,71x	0,41x	1,03x	3,04x	3,80x
Pasivo/Patrimonio	2,09x	3,19x	1,84x	2,44x	1,44x	1,13x

Resultados

Ventas Netas	38.066.990	76.015.088	45.662.509	36.861.319	19.376.294	14.246.738
% de Cambio*	50,2%	66,5%	23,9%	90,2%	36,0%	n.d.
EBITDA	14.275.951	23.523.804	13.021.545	15.158.432	7.734.273	3.984.342
Margen EBITDA	37,5%	30,9%	28,5%	41,1%	39,9%	28,0%
Depreciación y Amortización	2.378.180	6.179.577	3.131.875	3.803.254	1.931.274	1.605.901
EBIT	11.897.771	17.344.227	9.889.670	11.355.178	5.802.999	2.378.441
Gastos Financieros	5.518.568	11.249.260	7.950.812	6.991.390	4.742.774	2.268.947
Costo de Financiamiento Estimado	13,2%	11,9%	18,3%	24,0%	25,3%	n.d.
Pérdida Cambiaria	4.210.189	4.056.226	0	0	0	0
Ganancia Monetaria	0	0	0	0	0	0
Utilidad Neta	3.235.293	1.582.112	2.481.349	3.266.404	3.643.739	823.264
Retorno sobre Patrimonio Promedio*	14,6%	2,4%	8,5%	16,6%	21,4%	n.d.
Retorno sobre Activo Promedio*	4,2%	0,8%	2,8%	5,6%	9,3%	n.d.

Flujo de Caja

Efectivo Neto Provisto por las Actividades Oper.	n.d.	28.750.954	(10.447.573)	(5.647.983)	3.552.662	2.069.033
Efectivo neto (Usado) Provisto por las Act. de Inv.	n.d.	(89.670.348)	(17.957.036)	(5.733.358)	(11.135.658)	(31.284.224)
Efectivo neto (Usado) Provisto por las Act. de Financ.	n.d.	60.043.158	30.249.333	11.323.550	7.466.713	29.401.247
Flujo de Efectivo Neto	n.d.	(876.236)	1.844.724	(57.791)	(116.283)	186.056

Balance

Efectivo e Inversiones en Valores	3.415.540	1.073.817	1.950.053	105.329	69.773	186.056
Cuentas por Cobrar	643.998	2.500.291	2.168.419	1.460.199	658.677	205.768
Activo Total	254.103.617	210.383.128	107.688.771	70.552.778	46.015.083	32.514.092
Deuda Financiera de Corto Plazo	67.643.936	34.129.448	33.593.938	14.817.839	2.610.350	1.234.463
Cuentas y Gastos por Pagar	28.627.283	13.684.932	8.877.556	4.941.749	3.154.408	1.904.715
Deuda Financiera de Largo Plazo	74.783.712	74.895.605	17.387.957	20.914.723	19.847.610	13.756.784
Pasivo Total e Intereses Minoritarios	171.742.727	160.216.628	69.730.731	50.028.498	27.138.081	17.280.828
Patrimonio Total	82.360.890	50.166.500	37.958.040	20.524.280	18.877.002	15.233.264

Liquidez

Deuda Corto Plazo/Deuda Financiera Total	47%	31%	66%	41%	12%	8%
Efectivo e Inv. en Valores/Deuda Corto Plazo	0,05x	0,03x	0,06x	0,01x	0,03x	0,15x
EBITDA*/(Deuda Corto Plazo + Gastos Financieros*)	0,51x	0,52x	0,31x	0,70x	1,05x	1,14x
Prueba Acida	0,86x	0,48x	0,52x	0,22x	0,67x	0,30x

Riesgo Cambiario

Posición en Moneda Extranjera Neta (MM de USD) n.d. -1.162.015,0 0,0 0,0 0,0 0,0

Vencimientos de Deuda Largo Plazo (al 30 de abril, 2004)

Año	2004	2005	2007	> 2008
Vencimientos	39.301.131	15.527.837	56.778.473	-

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

^a Cifras no consolidadas para los años 1999 y 2000