

**CALIFICACIÓN DE RIESGO DE OBLIGACIONES  
NEGOCIABLES EMITIDAS POR RONDILCOR S.A.  
3ª. SERIE**

---

CARE Calificadora de Riesgo

*Noviembre 4, 2008*

1/20

---

SUMARIO

---

SECCIÓN I	RESUMEN GENERAL	3
SECCIÓN II	ANTECEDENTES	4
SECCIÓN III	EL PAPEL	7
SECCIÓN IV	LA EMPRESA	9
SECCIÓN V	EL PROYECTO	14
SECCIÓN VI	EL ENTORNO	16
SECCIÓN VII	CALIFICACIÓN	20
ANEXO I.	PROYECCIONES FINANCIERAS	
ANEXO II.	INFORME CONTINGENCIAS JURIDICAS	

## I RESUMEN GENERAL

CARE ha calificado las Obligaciones Negociables de la tercera serie emitidas por Rondilcor S.A., por un monto de U\$S 2.650.000, con la categoría BB uy de grado especulativo. Del conjunto de informaciones consideradas por el comité de calificación, cabe destacar las siguientes:

### Respecto del papel:

- La inexistencia de riesgo jurídico de estructura.
- La garantía; establecida por un fideicomiso de garantía, administración y pago a partir de la cesión de cobranzas de tarjetas de crédito como patrimonio fiduciario.
- El cumplimiento con las obligaciones de las series anteriores.
- La liquidez.

### Respecto de la empresa:

- Antecedentes de cumplimiento de otras obligaciones: bancarias, ONs, y derivadas de la propia concesión.
- Antecedentes de gestión de administración gerencial destacados, especialmente en momentos de stress.
- Buen posicionamiento en su target de clientes.
- Compromiso personal de sus accionistas con garantías de sus bienes en pasivos bancarios.
- Rentabilidad positiva en los últimos tres ejercicios, reducción de pasivos e incremento de activos. Crecimiento constante en la facturación en dólares.
- Algunas dificultades en materia de liquidez, en proceso de mejoramiento a través de esta emisión.

### Respecto de los flujos proyectados:

- Razonabilidad en función de los antecedentes.
- Resistencia a fuertes sensibilidades negativas, imaginadas para situaciones de fuerte stress, comparables a la situación de los años 2002/2003.

### Respecto del entorno:

- El momento de singular incertidumbre por el que atraviesan las economías mundiales, permite suponer una probabilidad cierta de recesión económica en la región, de duración y profundidad imprevisibles a la fecha de la realización de esta calificación. Por este motivo, se plantea desde ya la necesidad de revisar esta calificación en un plazo que permita evaluar mejor la perspectiva macroeconómica, de previsible impacto en la economía del Uruguay y de los países de donde provienen los pasajeros del hotel.

## II. ANTECEDENTES

### 1. *Alcance y marco conceptual de la calificación*

CARE Calificadora de Riesgo ha sido contratada para calificar la 3ª serie de Obligaciones Negociables emitidas por Rondilcor S.A. por un valor nominal de US\$ 2.650.000 (dos millones seiscientos cincuenta mil dólares de los Estados Unidos), cuyas características se detallan más adelante.

La calificación de riesgo supone la expresión de un punto de vista especializado por parte de una empresa autorizada a ese propósito por el Banco Central del Uruguay (BCU), que realiza la supervisión y control del sistema financiero y del mercado de valores así como de las calificadoras de riesgo. La calificación realizada no representa no obstante una recomendación o una garantía de CARE para los adquirentes de las Obligaciones Negociables (en adelante ONs), y por tanto la calificación debe considerarse a los efectos de la inversión como un punto de vista a considerar entre otros. CARE no audita ni verifica la exactitud de la información presentada, la que sin embargo procede de fuentes confiables a su juicio.

El marco conceptual de esta calificación supone un ejercicio prospectivo por el cual se confiere una nota que califica la capacidad de pago de los compromisos contraídos en las condiciones originales pactadas de monto, moneda, plazo y tasa de interés. El riesgo del inversionista será pues, el de la recuperación del monto invertido en el plazo indicado, en la moneda acordada, más un interés.<sup>1</sup>

La vigencia de la calificación, atento a disposiciones del regulador (BCU) es de un año. No obstante, de surgir eventos que en conocimiento de CARE pudieran significar antes del año un cambio en la calificación, la calificadora asume la responsabilidad de su revisión. En particular, la especial condición macroeconómica de la región en el momento actual, producto entre otras causas de las amenazas de recesión mundial, sugiere la necesidad de evaluar nuevamente las variables de entorno a corto plazo, y eventualmente modificar la calificación.

CARE Calificadora de Riesgo es una calificadora con registros y manuales aprobados por el Banco Central del Uruguay con fecha 3 de abril de 1998. Califica conforme a su metodología oportunamente aprobada por dicha autoridad, seleccionando los profesionales necesarios para integrar en cada caso el comité de calificación, el que juzga en función de sus manuales. Estos, su código de ética, registros y antecedentes se encuentran disponibles en el sitio web: [www.care.com.uy](http://www.care.com.uy) así como en el del regulador: [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy).

El comité de calificación estuvo integrado por la Cra. Raquel Vázquez y por el Ing. Julio Preve.

### 2. *Objeto de la calificación, información analizada, procedimientos operativos*

El objeto de la calificación es el juzgamiento del riesgo de que Rondilcor S.A. no cumpla en tiempo y forma con los compromisos contenidos en la emisión de las ONs.

La información analizada fue la siguiente:

---

<sup>1</sup> Véase Manual de Calificación de Títulos de Deuda en [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy)

- Estados contables auditados de los ejercicios cerrados el 30/11/2005, 30/11 /2006 y 30/11/2007.
- Estados contables compilados (no auditados) al 31 de agosto de 2008.
- Emisiones 1ª y 2ª serie de ONs.
- Contrato de concesión de Obra Pública referida al Complejo Turístico Parque del Lago, Salto Grande, del departamento de Salto.
- Contrato de cesión de créditos, de agente de pago, de entidad registrante, de agente fiduciario.
- Borrador de contrato de constitución de fideicomiso de garantía, administración y pago.
- Documento de emisión de Obligaciones Negociables.
- Flujos de Fondos Proyectados y Estados de Situación Patrimonial y de Resultados proyectados por el período de repago de las ONs.
- Entrevistas varias con la gerencia de la empresa, auditores, expertos sectoriales.
- Datos de disponibilidad pública sobre economía del sector turismo.

De acuerdo al Manual de Procedimientos de CARE, la calificación se divide en cuatro capítulos, que se corresponden con cuatro llamadas áreas de riesgo, a saber:

- El papel o instrumento financiero, en este caso las ONs.
- La empresa emisora.
- El proyecto, o más bien en este caso los flujos proyectados en el estado de responsabilidad, de resultados, y de fuentes y usos de fondos.
- El entorno sectorial, en tanto generador de condiciones que, aunque externas a la firma, pueden afectar el éxito del instrumento por incidir en la capacidad de la emisora de cumplir con su obligación de pago.

El detalle de los procedimientos operativos seguidos en la calificación se encuentra en el referido manual. En esencia implica un modo de asociar en una única matriz de análisis, factores de riesgo cualitativos y cuantitativos, agrupados y ponderados, para culminar en un puntaje global. A partir de éste se asigna la calificación según las equivalencias establecidas en tabla correspondiente del manual.<sup>2</sup>

### **3. Estructura del informe**

El informe detallado que se presenta a continuación se divide en las secciones que corresponden a las áreas de riesgo: el papel, la empresa, el proyecto, el entorno, y el dictamen final.

En la Sección III se analiza el papel, sus características y los riesgos inherentes considerados.

En la Sección IV se analiza la empresa, su desempeño en el pasado, esencialmente en dos aspectos a saber: su organización gerencial, y su desempeño económico financiero que constituyen factores de riesgo de diferente ponderación.

En la Sección V se analiza el proyecto, que en este caso es un flujo de fondos por el período de repago de las ONs. Forma parte de este capítulo la consideración de la planificación

---

<sup>2</sup> Véase Tabla 2, op. cit.

estratégica ya sea explícita o bien deducida a partir de entrevistas con tomadores de decisiones. El juzgamiento de los flujos se incluye en la matriz de riesgo.

La Sección VI estudia el entorno o riesgo sectorial, es decir los elementos ajenos a la empresa que pueden afectar su desenvolvimiento futuro, y por tanto su capacidad de cumplir las obligaciones. Estos elementos se agrupan en factores dependientes del mercado, de las políticas públicas o del propio desempeño de la economía.

Al final de cada sección se resume la evaluación de cada riesgo considerado.

Finalmente la Sección VII recoge el resultado final, que surge de una matriz de riesgo con sus ponderadores y puntajes, y del dictamen que concluye el trabajo.

### III. EL PAPEL

Los títulos de deuda a calificar son Obligaciones Negociables emitidas por Rondilcor SA según documento de emisión del que se incluyen en esta apartado sus elementos más destacados:

**Monto:** el monto de la Emisión será de hasta por US\$ 2:650.000 (dólares americanos dos millones seiscientos cincuenta mil) valor nominal. La Emisión con oferta pública consistirá en la 3ª Serie de Obligaciones Negociables escriturales no convertibles en acciones.

**Plazo:** El plazo de la Emisión será 7 (siete) años. Sin perjuicio del señalado plazo, el Emisor podrá rescatar anticipadamente la totalidad de las Obligaciones en cada oportunidad de amortización de capital. A tales efectos, el Emisor deberá comunicar su decisión por medio fehaciente al Agente de Pago y al Banco Central del Uruguay con una anticipación no menor a los treinta días (30) de la respectiva fecha y convocar a los Obligacionistas mediante publicaciones en dos diarios de notoria circulación nacional con igual anticipación a comparecer ante dicho Agente de Pago a percibir los saldos que les correspondan a razón de US\$ 102 (dólares americanos ciento dos) por cada US\$ 100 (dólares americanos cien) de valor nominal del capital de su titularidad más los intereses devengados hasta la fecha del rescate. Los Obligacionistas dispondrán de treinta días (30) corridos desde la fecha fijada para el rescate para hacer efectivos sus créditos ante el Agente de Pago, transcurridos los cuales deberán hacerlo ante el Emisor. Asimismo pasado dicho plazo las Obligaciones no devengarán intereses de clase alguna.

**Amortización:** el capital de la Emisión se amortizará en 22 cuotas iguales, trimestrales y consecutivas venciendo la primera a la finalización del séptimo trimestre a partir de la fecha de la Emisión, sin perjuicio del derecho de los obligacionistas de optar, en ocasión de percibir la décimo quinta cuota de amortización – es decir, al vencimiento del vigésimo primer trimestre contado a partir de la fecha de la Emisión – y así lo comunicarán al Emisor por medio fehaciente, por cobrar la totalidad del saldo adeudado en virtud de la Obligación más el interés corrido que corresponda, en cuyo caso éste deberá efectuar el pago dentro de los noventa días siguientes a la fecha de dicha comunicación.

**Tasa de interés y forma de pago de los intereses:** la tasa de interés será equivalente a la tasa Libor a 90 (noventa) días más 400 (cuatrocientos) puntos básicos, con un mínimo de 9% (nueve por ciento) anual. La misma se determinará el día hábil inmediato anterior a aquel en que comienza cada período trimestral de intereses y se fijará sobre la base de un año de 360 (trescientos sesenta) días y meses de 30 (treinta) días calculados sobre base lineal. Los intereses se pagarán a trimestre vencido y el primer pago deberá cumplirse una vez transcurridos tres meses a partir de la fecha de la Emisión.

**Garantía:** En garantía del cumplimiento de las obligaciones que el Emisor asume por el presente documento, éste y FIDUNIÓN S.A. constituyen un Fideicomiso de Garantía, Administración y Pago por el cual el Emisor cede y transfiere a FIDUNIÓN S.A. los créditos actuales y futuros derivados del pago mediante determinadas tarjetas de crédito de servicios prestados por el Emisor a sus clientes por un monto equivalente al capital e intereses de la Emisión.

Riesgos considerados:

7/20

*Riesgo jurídico de estructura.* Comprende el análisis de la eventualidad de incumplimientos en el pago a los obligacionistas, derivada de defectos en la estructura jurídica. Ello incluye tanto los contratos vinculados con la propia emisión como el de Concesión. CARE contrató el asesoramiento del Herrera Profesionales Asociados cuyo informe se anexa. Practicados los correspondientes análisis, y considerando además que se trata de una operación que no se desarrolla por primera vez, se concluye que no existe este tipo de riesgo.

*Riesgo por iliquidez.* Dadas las características de la emisión, la liquidez puede considerarse adecuada.

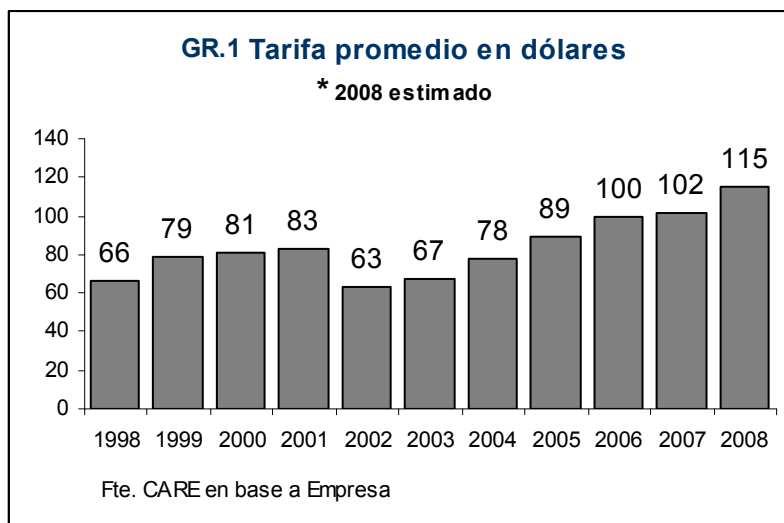
*Riesgo de ineficacia de la garantía.* Comprende el análisis en este caso del Fideicomiso de Garantía, Administración y Pago creado a partir de la cesión de créditos contra determinadas emisoras o administradoras de tarjetas de crédito, en tanto capaces de cubrir las obligaciones, así como de subsistir frente a determinadas circunstancias adversas. El flujo de cobranzas por tarjeta es retenido en su totalidad por el fiduciario -Fidunió SA-, el que primero paga amortizaciones e intereses de la emisión y luego transfiere el saldo al fiduciante (Rondilcor S.A.). Por otra parte, estimando que la tercera parte de los ingresos es cobrada con tarjetas de crédito, esta cifra a valores actuales prácticamente duplica las necesidades de amortización. No obstante no se trata de una garantía independiente del éxito del negocio, lo que le confiere alguna debilidad. Por otra parte la Emisora asume el compromiso explícito en la propia emisión de restricciones a nuevo endeudamiento, al otorgamiento de otras garantías y al pago de dividendos, lo que mejora la perspectiva de la empresa en marcha, lo que a la vez es condición necesaria para la eficacia de la garantía. En cuanto al Fiduciario (registrado ante el BCU) dadas las características de la emisión, en una hipótesis de quiebra o liquidación del mismo, en nada se verían afectados los activos del fideicomiso. Por otra parte en caso de incumplimiento de cualquiera de sus obligaciones los titulares por mayoría absoluta podrían sustituirlo.

#### IV. LA EMPRESA

El objetivo central y más relevante del presente capítulo es el análisis de la evolución histórica de las principales variables económicas y financieras. No obstante se considera también el desempeño de la función de producción, así como la capacidad de gestión y gerenciamiento de la empresa.

##### *1. Capacidad de gestión comercial*

Rondilcor S.A. explota la concesión del Hotel Horacio Quiroga de Salto, restándole 75 años de plazo de la misma. Dispone de una infraestructura que incluye 218 hectáreas, y una fuente termal propia, lo que lo distingue de otras posibilidades de turismo de este tipo. En efecto el turismo termal propiamente dicho es un turismo masivo dirigido a público de menores recursos, mediante el aprovechamiento de fuentes públicas y explotación también pública de sus beneficios. Esto determina el interés de un tipo de público que no es al que se dirige este hotel. Su prestigio en el target de público al que se dirige puede seguirse a través del precio de la tarifa promedio cobrada por el hotel. En ausencia de regulaciones en este sentido, la administración ha ido aumentando sus tarifas en dólares sin afectación del número de pasajeros, demostrando así el uso de un cierto mark up que sugiere un posicionamiento fuerte en su público objetivo. De esta forma ha podido superar el desfasaje entre inflación y devaluación manteniendo desde el año 2003 al 2007 su capacidad de compra en moneda nacional. En efecto en el período el dólar pasa de 25 a 20 pesos por dólar, en tanto la inflación es del 43 % en el mismo período.

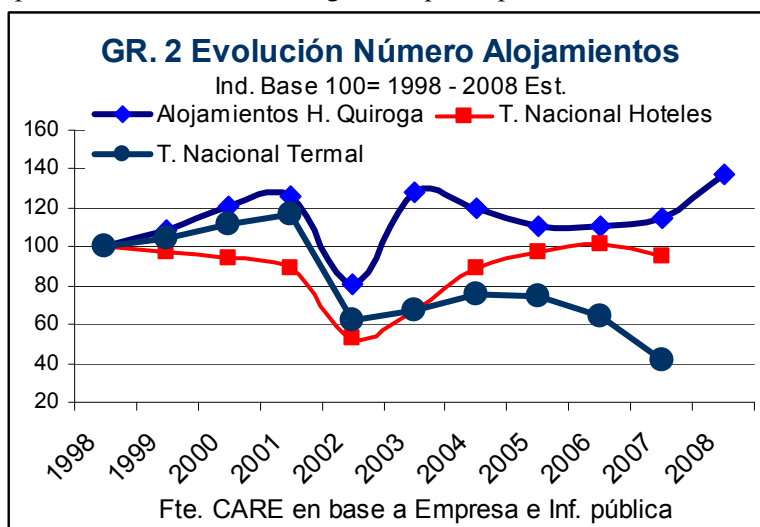


En cuanto a los alojamientos vendidos la tendencia es aun más importante que los valores absolutos de la serie, ya que se diferencia de lo ocurrido dentro del sector, como se verá en el correspondiente capítulo de entorno. Esta evolución puede considerarse un buen indicador de la gestión gerencial, en particular de su capacidad de captar nuevo público a través de propuestas innovadoras que incluso se fortalecerían con las inversiones planteadas. En efecto, todo el turismo de hotelería apenas recupera los guarismos del año 1998 en materia de alojamientos, en tanto en el caso de la emisora el valor es claramente superior. Y tiene una

9/20

tendencia muy diferente a la observada a nivel general en materia de turismo termal que experimenta caídas relevantes, aun tratándose de un público diferente.

Estos aspectos se visualizan en el gráfico que se presenta a continuación:



## 2. Análisis organizacional, estructura de toma de decisiones

Rondilcor S.A. es una sociedad anónima con un 97,33 % del paquete accionario en poder del Sr. Julián Safi, quien a su vez es el Presidente del Directorio. La empresa tiene una concepción familiar en la toma de decisiones gerenciales de las cuales participan sus hijos. La concentración de la capacidad de decisión en el Sr. Safi es en este caso una fortaleza, ya que se concentra en quien no solo ha logrado un buen desempeño al frente del hotel Horacio Quiroga, sino al frente de otros emprendimientos hoteleros en los cuales conquistó una buena reputación. Por otra parte no se advierte una debilidad en una eventual sucesión, porque sus hijos ya participan activamente en la gestión del hotel, ya sea en la parte financiera como en la propia gerencia del mismo.

Las dificultades que aparecen en estructuras de toma de decisiones de responsabilidades múltiples, y a veces difusas, no aparecen en este caso en el que la organización representa una fortaleza actual y futura.

Riesgos considerados:

- *Capacidad de gestión comercial*
- *Estructura de toma de decisiones*

Considerando la forma de operación que surge tanto del análisis de la documentación como de las entrevistas realizadas puede concluirse que Rondilcor S.A. dispone de un gerenciamiento profesionalmente adecuado para desarrollar su gestión comercial, la que además se fortalece en una estructura de toma de decisiones ágil y no necesariamente dependiente solo del Sr. Safi.

#### 4. Análisis económico financiero

Riesgos considerados:

- *Riesgo de rentabilidad*
- *Riesgo de solvencia*
- *Riesgo de liquidez*

La información utilizada fue la siguiente:

- Estados Contables auditados correspondientes a los ejercicios finalizados al 30/11/2005, 30/11/2006 y 30/11/2007.
- Estados contables compilados al 31 de agosto de 2008.

#### Análisis de Rentabilidad

Rondilcor S.A. ha obtenido resultados operativos y netos positivos en los últimos tres ejercicios económicos cerrados al 30 de noviembre de 2005, 2006 y 2007 y del período diciembre a agosto de 2008. Entre ellos se le asigna más importancia al resultado operativo, ya que es el indicador de la eficiencia en el cumplimiento del objeto específico del negocio, en este caso de hotelería. Las cifras demuestran sustentabilidad como para esperar su continuidad en el tiempo.

En el siguiente cuadro se han resumido los capítulos más relevantes del Estado de Resultados de los períodos indicados, reexpresados en pesos uruguayos constantes del 31 de agosto de 2008.

<b>ESTADOS DE RESULTADOS</b>	<b>Nov-05</b>	<b>Nov-06</b>	<b>Nov-07</b>	<b>Ago-08</b>
\$ (000) constantes a agosto 2008				
Ingresos Operativos Netos	74,064	73,346	68,177	52,400
Costo de los Servicios Prestados	- 35,521	- 38,017	- 36,403	- 26,532
<b>RESULTADO BRUTO</b>	<b>38,543</b>	<b>35,329</b>	<b>31,774</b>	<b>25,868</b>
Costos Operativos	- 12,769	- 10,925	- 10,967	- 7,179
<b>RESULTADO OPERATIVO</b>	<b>25,774</b>	<b>24,404</b>	<b>20,808</b>	<b>18,689</b>
Otros Gastos	- 12,986	- 12,075	- 14,008	- 9,948
<b>RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS</b>	<b>12,788</b>	<b>12,329</b>	<b>6,799</b>	<b>8,741</b>
Resultados Financieros	6,424	- 5,846	29,252	26,755
Resultados Extraordinarios	52	3,799	-	-
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>19,263</b>	<b>10,283</b>	<b>36,051</b>	<b>35,496</b>
Impuesto a la Renta	- 6,312	- 7,005	- 12,882	- 3,790
<b>RESULTADO NETO</b>	<b>12,951</b>	<b>3,278</b>	<b>23,169</b>	<b>31,706</b>
<b>Resultado Operativo/Ingresos Operativos</b>	<b>35%</b>	<b>33%</b>	<b>31%</b>	<b>36%</b>
<b>RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS/Ing. Operativos</b>	<b>17%</b>	<b>17%</b>	<b>10%</b>	<b>17%</b>

Fuente: Emisor y CARE

En los últimos 3 ejercicios analizados llama la atención que los ingresos expresados en pesos constantes del 31 de agosto de 2008 han ido bajando, así como el resultado operativo. Esta baja fundamentalmente se debe a la disminución de los ingresos, lo que se explicaría porque la tarifa del hotel está nominada en dólares y esta moneda se ha depreciado considerablemente respecto al peso uruguayo en el período referido. Asimismo, los principales gastos operativos están nominados en pesos, siendo el costo salarial el principal. Por lo tanto la inflación en dólares ha sido un factor relevante de cierta depresión en la rentabilidad del Emisor, considerando además que la cantidad de alojamientos vendidos y las tarifas en dólares han ido en aumento del 2005 a agosto de 2008.

Se destaca en el análisis de la rentabilidad operativa como una fortaleza de Rondilcor S.A. que no tiene costo por concepto de energía eléctrica, de acuerdo al contrato de concesión. En empresas de este rubro es un costo importante con una incidencia por demás significativa en su estructura de egresos.

Por otra parte el resultado neto en pesos constantes muestra un crecimiento importante, lo que repercute directamente en el análisis patrimonial. Hay que destacar que en los resultados financieros se incluyen además de los intereses, partidas de diferencias de cambio y de resultados por exposición a la inflación de importante magnitud y de signo positivo.

### Análisis de Solvencia

A continuación se presenta la evolución de los principales capítulos patrimoniales, también reexpresados a valores constantes del 31 de agosto de 2008.

<b>ESTADO DE SITUACION PATRIMONIAL</b>	<b>Nov-05</b>	<b>Nov-06</b>	<b>Nov-07</b>	<b>Ago-08</b>
\$ (000) constantes a agosto 2008				
Activo Corriente	15,106	10,227	7,312	17,911
Activo no Corriente	301,756	291,366	282,022	277,417
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>316,862</b>	<b>301,594</b>	<b>289,334</b>	<b>295,328</b>
Pasivo Corriente	28,493	29,655	30,772	32,295
Pasivo no Corriente	171,048	151,339	114,794	87,560
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>199,541</b>	<b>180,994</b>	<b>145,566</b>	<b>119,855</b>
<b>PATRIMONIO</b>	<b>117,320</b>	<b>120,599</b>	<b>143,769</b>	<b>175,473</b>
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	316,862	301,594	289,335	295,328
<b>Pasivo s/Activo Total</b>	<b>63%</b>	<b>60%</b>	<b>50%</b>	<b>41%</b>
<b>Patrimonio/Pasivo Total</b>	<b>59%</b>	<b>67%</b>	<b>99%</b>	<b>146%</b>
<b>Pasivo corriente/ Pasivo Total</b>	<b>14%</b>	<b>16%</b>	<b>21%</b>	<b>27%</b>
<b>Activo Corriente/ Pasivo Corriente</b>	<b>53%</b>	<b>34%</b>	<b>24%</b>	<b>55%</b>

Fuente: Emisor y CARE

Los rubros patrimoniales han ido evolucionando de forma positiva, ya que ha ido disminuyendo el peso de los activos financiados por fondos ajenos y por lo tanto aumentando la

12/20

financiación con fondos propios. La obtención de resultados netos positivos es la explicación de estos efectos.

### **Análisis del Pasivo**

La información presentada permite concluir que si bien el pasivo total expresado en pesos uruguayos constantes ha ido bajando, el perfil de endeudamiento se ha desmejorado, ya que el pasivo corriente con respecto al total del pasivo ha ido aumentando. Esto se explicaría por el aumento de préstamos a corto plazo de los accionistas o particulares, que han sido necesarios a los efectos del buen cumplimiento de las obligaciones con los acreedores.

### **Análisis de Liquidez**

Rondilcor S.A. pretende superar sus limitaciones importantes de liquidez, derivadas del modo vigente de retención de la recaudación de cobranza con tarjetas de crédito con la presente emisión, que prevé un cronograma de amortizaciones trimestrales y no anuales, minimizando el período de inmovilización de liquidez.

## V. EL PROYECTO

El objetivo de la emisión que se califica es esencialmente el cambio en el perfil del endeudamiento, mediante el rescate anticipado de la segunda serie de ONs. Otro objetivo de menor relevancia económica es la realización de un conjunto de inversiones que también se presentan a la aprobación de la llamada COMAP, que es la Comisión de Aplicación encargada de evaluar los proyectos elegibles para el otorgamiento de beneficios derivados de la legislación de promoción de inversiones.

El siguiente cuadro detalla en miles de dólares el uso de los fondos objeto de esta emisión:

Usos de Fondos:	AÑO			Total
	1	2	3	
Cancelación 2a. Serie (no incluye intereses)	1.821	0	0	<b>1.821</b>
Proyecto COMAP (incluye instalaciones)	182	178	340	<b>699</b>
Disponible para cancelar pasivos con particulares	129	-	-	<b>129</b>
<b>Total:</b>	<b>2.132</b>	<b>178</b>	<b>340</b>	<b>2.650</b>

Fuente: Emisor

Las inversiones suponen un mejoramiento de la calidad de los servicios y a la vez la inclusión de algunos nuevos que permitirían un mayor aprovechamiento de las condiciones del lugar, así como un fortalecimiento de la estrategia dirigida al público de mayor nivel de ingresos.

La proyección de los estados de situación patrimonial, de resultados y de origen y aplicación de fondos permite someter los mismos a diferentes situaciones de stress y así evaluar la sensibilidad a diferentes situaciones adversas.

Se anexan las proyecciones presentadas por el Emisor. A partir de éstas se sometieron a una situación de stress considerada extrema. La misma consistió en reproducir para el año 2009 la situación registrada en el año 2002, es decir con un nivel de ingresos definido por una tarifa de 65 dólares para una ocupación de 28.000 alojamientos vendidos, recuperándose al 20% anual hasta el año 2012 para luego alcanzar el nivel de las proyecciones. Si se diera una situación así bastaría con ajustar el nivel de inversiones previstas y las estimaciones de pagos de impuestos, para recomponer el signo positivo de los flujos.

Riesgos considerados:

- *Riesgo de generación de flujos.* El mismo surge de considerar las proyecciones anteriores. Practicados los análisis descritos se concluye que Rondilcor S.A. está en condiciones de generar los flujos proyectados y de soportar un stress como el planteado, en particular porque éste ocurriría durante el período de gracia de la emisión.
- *Riesgo por descalce de monedas.* Contrariamente a lo afirmado en la emisión, los ingresos y costos no están calzados, confusión que deriva del hecho que la empresa cobra en dólares. En efecto sus ingresos, aunque cobrados en dólares, derivan directamente de la situación de un servicio, que aunque en parte es transable, porque se comercializa con una referencia de fuera de fronteras, en buena parte no lo es. Además todos sus costos son básicamente no transables. En definitiva el riesgo por tipo de

14/20

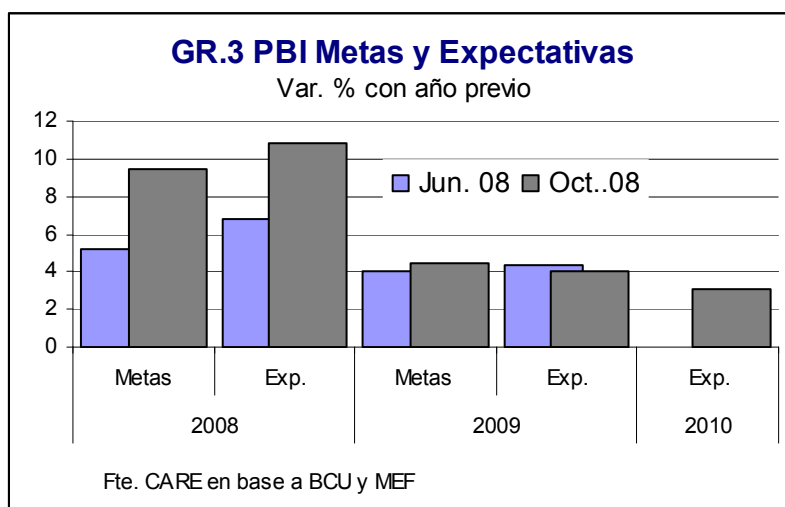
cambio existe, aunque la flexibilidad de la estructura de la empresa podría ayudar a mitigar las consecuencias de una devaluación nacional o regional que obligara a rebajar significativamente las tarifas en dólares. A la inversa, una revaluación de las monedas locales a partir de inflación en dólares, como la ocurrida estos últimos años, fue superada por el continuo incremento de las tarifas en esa moneda. En definitiva este riesgo parece compatible con la posibilidad de la empresa de manejarlo en ambos sentidos.

Este capítulo incluye el análisis del riesgo incorporado al pago de las obligaciones, pero derivado del entorno económico de la empresa, es decir de circunstancias ajenas a la misma, en este caso originadas en la evolución de la economía uruguaya y regional.

**1. Situación macroeconómica nacional y regional**

Las circunstancias en las que se desenvuelve la economía mundial a partir de la crisis financiera internacional, convierten el momento actual en uno poco apropiado para realizar proyecciones. Por esta razón CARE visualiza un escenario que no obstante deberá ajustarse a corto plazo, ya que la profundidad y la duración de esta crisis no pueden preverse hoy (12 de octubre) por parte de ningún especialista, en particular cuando aquéllos efectos derivan no solo de circunstancias económicas objetivas, mensurables, sino de la formación de expectativas de agentes económicos en todo el mundo, más especialmente en las economías poderosas. Los planes de inyección de liquidez, destinados a evitar una recesión profunda a partir del aliento al crédito, deben lograr no solo este propósito económico, sino a la vez transmitir una confianza en la recuperación que hoy CARE asume se logrará en mayor o menor medida. En cualquier caso es inevitable un impacto en los países emergentes, de difícil pronóstico en cuanto a su profundidad y duración como se refirió.

Por estas razones CARE prevé en el caso de Uruguay un enlentecimiento del crecimiento, el cual, sin embargo, no supondrá una caída en el Producto para el año 2009. Si bien estas predicciones se ajustan a cada momento, hasta ahora podemos tomar como válidas las medianas de la encuesta mensual de economistas consultados por el Banco Central del Uruguay, las que se presentan a continuación contrastadas también con las proyecciones oficiales:



El efecto ingreso en el país, derivado de la crisis mundial, se presenta como mucho más relevante que el efecto financiamiento. En efecto, el país no debería acudir en principio en los próximos dos años al mercado internacional de capitales para honrar su deuda pública; y por el momento estamos estimando que en ese entonces toda esta turbulencia estaría bajo control. Los peores efectos no estarán entonces por el lado financiero sino por el “real”, es decir el efecto ingreso en la economía, producto de una caída de la demanda internacional, y una

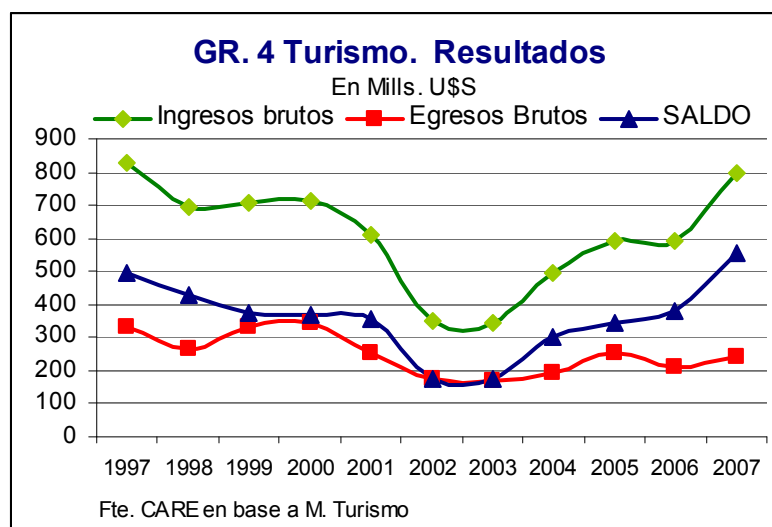
sobreabundancia de oferta, de nuestros principales productos, afectando en todos ellos negativamente sus precios, lo que generará ajustes inevitables en las funciones de producción con caídas de salario y/o empleo, dependiendo de la flexibilidad que se dé en cada sector económico. A la larga una caída de ingresos por exportaciones, también incrementaría la vulnerabilidad de las cuentas externas, lo que obligaría a tolerar un equilibrio diferente en el tipo de cambio, con efectos también en la inflación. En cualquier caso CARE está estimando un efecto menor al derivado de las situaciones de los países vecinos.

En cuanto a la situación argentina CARE estima un probable escenario de fuerte corrección de precios relativos. En efecto la Argentina carece por completo de crédito externo, lo que paradójicamente determinaría que un corte de éste no la afectaría. Pero la amenaza fuerte se visualiza en el área fiscal, dependiente de los precios de las commodities, que hasta el momento se han derrumbado. Por citar un ejemplo la soja, que llegó a cotizar a 550 dólares, hoy apenas supera los 320. Parecería que la Argentina se encamina a un fuerte ajuste de precios relativos al no poder disponer de financiamiento para lograr su equilibrio interno y externo. Esto provendría de una devaluación nominal con evidentes efectos en el gasto del promedio de los turistas de ese origen, en definitiva una caída de la demanda de los servicios uruguayos. Debe considerarse que el promedio de pasajeros del hotel en el trienio 2005-07 provenientes de la Argentina ha oscilado en el 45%.

Con otras características se puede pronosticar el fenómeno brasileño, decisivo para nuestras exportaciones, las que si bien pueden en la mayoría de los casos explorar otros destinos, siempre será incorporando un efecto precio negativo producto al menos de la desvalorización de la moneda brasileña, consecuencia a la vez de una salida de capitales aun no controlada. El elevado nivel de endeudamiento a tasas elevadas de la economía brasileña, que le genera dificultades de equilibrio fiscal, supone una combinación de déficit externo y fiscal, que podrían generar también un ajuste, con efectos negativos sobre su demanda externa, y en definitiva sobre el gasto del promedio de sus turistas; y consecuentemente también una caída de la demanda de servicios uruguayos.

## 2. La situación del sector de hotelería

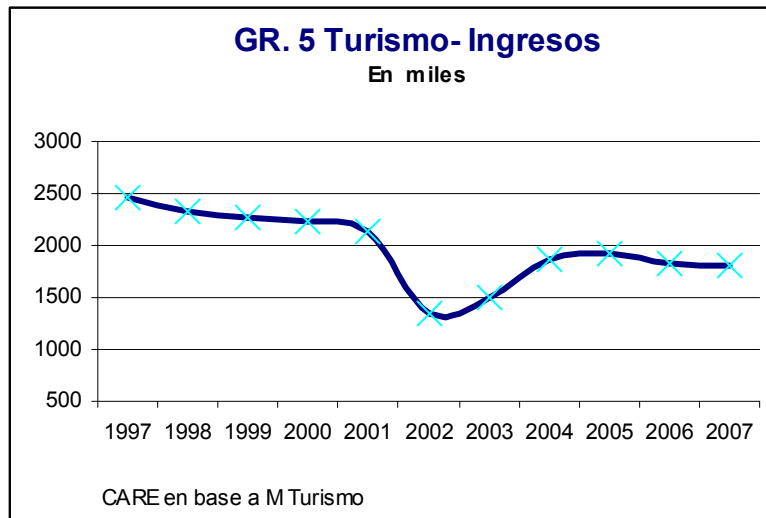
La hotelería nacional se viene recuperando de la profunda crisis en la que cayó en los años 2002 y 2003, alcanzando recién para este año algunos de los guarismos de ese entonces.



Puede apreciarse que los ingresos brutos para el año 2007 aun no superan los logrados en el año 1997, en tanto el saldo entre turismo receptor y emisor sí llegaría en el 2007 a un máximo, pero con caída del turismo emisor.

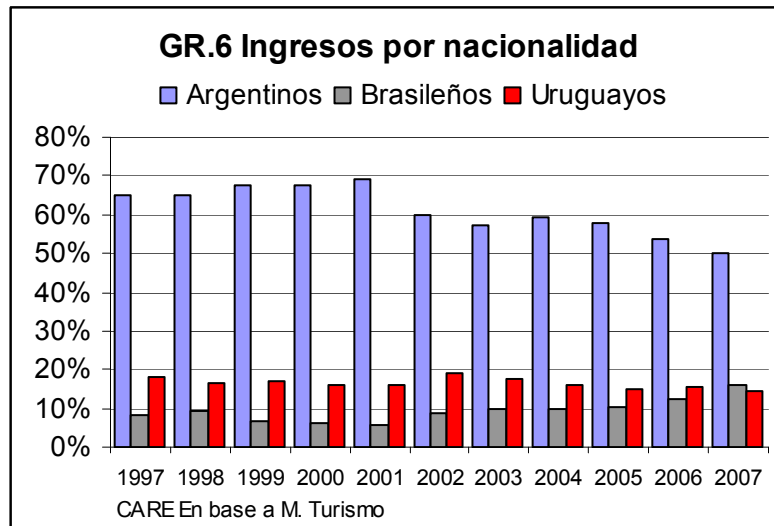
En cuanto al total de alojamientos (véase gráfica 1 del capítulo empresa), recién en los años 2006 y 2007 se estaría recuperando el número de alojamientos vendidos, respecto del año 1998. Este desempeño parece mejor al registrado en el número total de visitantes de destino principal termal, que se encuentran en el nivel más bajo de la década. Esto puede obedecer a que se trata de un turismo dirigido a un público muy diferente al del Horacio Quiroga, con alta participación municipal, y calidades inferiores a las ofrecidas por otras propuestas de turismo y hotelería.

El ingreso de divisas así como el total de alojamientos en hoteles parecen seguir una pauta similar, tal como se aprecia en la gráfica que sigue:



Fuente: CARE, en base a Ministerio de Turismo

Finalmente en cuanto a la nacionalidad de los visitantes parece relevante tomar en consideración los tres principales orígenes: argentinos, brasileños y uruguayos.



Puede observarse la reducción significativa en la participación de los argentinos, igualmente la más relevante.

### 3. *El Hotel Horacio Quiroga y el sector de hotelería*

Según ya se refirió, la evolución del hotel tanto en pasajeros como en ingresos, si bien sigue la tendencia general – salvo la del caso del turismo termal- los crecimientos son más pronunciados, evidenciándose así las ventajas que parece demostrar en su desempeño económico y comercial. Ellas podrían atenuar los impactos negativos que se prevén.

Riesgos considerados:

*Riesgo mercado.* El Hotel Horacio Quiroga va a recibir el impacto de un escenario que se prevé desfavorable en el entorno macroeconómico nacional y regional, que afectará significativamente la demanda de alojamiento. Previsiblemente los ingresos se verán afectados en la moneda en la que se contrae el crédito –dólares- ya que parece poco probable que se puedan mantener las tarifas sin desmedro grave de la ocupación. Ésta también se verá afectada. La empresa dispone de algunas ventajas para ajustar algunos de sus principales costos: no paga energía, posee una buena relación con sus trabajadores, y no son necesarias nuevas inversiones relevantes. No es inmune a una recesión ya que su público dominante parece ser de clase media y media alta, sensible a una caída de ingresos. Por otra parte la cantidad de habitaciones parece pequeña como para resultar relativamente no tan dificultoso llegar a una población de equilibrio. En definitiva la probabilidad de recibir afectaciones serias a partir del entorno macroeconómico, con perjuicios severos, es alta. La probabilidad de duración prolongada de los mismos parece no obstante baja.

*Riesgo políticas públicas.* En este caso el énfasis se ha centrado en dos aspectos en el mantenimiento de las reglas de juego, en particular de beneficios tributarios así como de la libertad en la fijación de tarifas. Este riesgo parece altamente improbable.

## VII CALIFICACIÓN DE RIESGO

El dictamen se construye a partir de la asignación de ponderadores y puntajes a los factores de riesgo que integran cada área de riesgo (el papel, la empresa, el proyecto y el entorno). Dispuestos en una matriz, los indicadores de cada factor en cada área de riesgo, van generando puntajes a juicio del comité calificador que van conformando el puntaje final. Éste se corresponde con una nota de acuerdo al manual de calificación. En la matriz de calificación, las áreas se dividen en factores, y estos en indicadores.

En función del análisis de los principales riesgos identificados en cada sección; teniendo presente los diversos enfoques técnicos -jurídicos, cualitativos y cuantitativos-, tanto los presentados por la Emisora como los realizados por CARE; con la información públicamente disponible; el comité calificador de CARE entiende que la Emisión califica en la categoría BB uy de la escala del Manual de CARE. Se trata de una calificación de grado especulativo<sup>3</sup>.

Comité de Calificación

FDO EN IMPRESO  
FDO ELECTRONICAMENTE (BCU)

Ing. Julio Preve

Cra. Raquel Vázquez

***EN ORIGINAL IMPRESO***  
*Timbre*

---

<sup>3</sup> Se trata de instrumentos emitidos por empresas o sociedades que presentan actualmente un riesgo algo mayor para la inversión que la categoría anterior. Su capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados resulta actualmente adecuada. El propio papel, la condición de la empresa, la calidad del proyecto y las características del entorno, satisfacen en conjunto aceptablemente los análisis practicados, sin perjuicio de debilidades en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo (papel, proyecto, empresa, entorno). Se incrementa hasta un nivel medio el riesgo del instrumento ante eventuales cambios desfavorables previsibles en el proyecto tal como fue presentado, en la sociedad emisora, en el sector económico a la que pertenece, o en la economía en su conjunto. La probabilidad de cambios desfavorables previsibles en el entorno es de media baja a media, y compatible con la capacidad de la empresa de manejarlos aunque incrementando el riesgo. Grado especulativo medio.