

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

Montevideo, 22 de Marzo 2010

Sumario

RESUMEN GENERAL	3/20
ANTECEDENTES	5/20
LOS TÍTULOS DE DEUDA	7/20
LA EMPRESA	9/20
EL PROYECTO	14/20
EL ENTORNO	16/20
CALIFICACIÓN DE RIESGO	19/20

ANEXO 1 – Proyecciones de la Empresa

Resumen General

RESUMEN

ACTUALIZACIÓN 22.03.2010
Oferta pública de:
ONs 3ª S. por U\$S 2.650.000

Emisor: RONDILCOR S.A /Hotel H. Quiroga

Amortización del capital: 7 años, en 22 cuotas iguales, trimestrales y consecutivas venciendo la primera al término del séptimo trimestre. Están pactadas condiciones tanto para los obligacionistas como para el emisor de cancelación anticipada.

Tasa: Libor 90d más 400 ps.bs con un mínimo de 9% anual.

Estructurador: ECM Financial Services
Agente de Distribución: ROSPIDE Soc. Bolsa SA

Entidad Registrante, Agente Fiduciario y Agente de Pago BVM.

Fiduciario Fideicomiso de Garantía, Administración y Pago: FIDUNION SA

Vigencia de la calificación: Anual

Comité de Calificación: Ing. Julio Preve y Cra. Raquel Vazquez

Asesor Jurídico(CARE): Herrera & Asoc.

Calificación local: BBB uy
(Grado inversor)

CARE calificó en su momento las Obligaciones Negociables de la tercera serie emitidas por Rondilcor S.A. el 24 de noviembre de 2008, por un monto de U\$S 2.650.000, con la categoría BB uy de grado especulativo. En marzo de 2009 actualizó la calificación en la que mantuvo la nota anterior.

El presente trabajo es la actualización del juicio de la calificadora, establecido con el fin de dar cumplimiento a lo dispuesto por el art. 73 del Título III (Régimen de Información Permanente) del Libro II (Valores y Emisores) de la Recopilación de Normas del Mercado de Valores, del Banco Central del Uruguay.

Del conjunto de los principales elementos de juicio en esta oportunidad el comité de calificación destaca los siguientes:

Respecto del papel:

- La inexistencia de riesgo jurídico de estructura.
- La garantía suficiente, establecida por un fideicomiso de garantía, administración y pago, a partir de la cesión de cobranzas de tarjetas de crédito como patrimonio fiduciario, que ha venido funcionando hasta ahora a satisfacción.
- El cumplimiento con las obligaciones de las series anteriores.
- La liquidez adecuada en función de la naturaleza del papel que implica su fácil realización.

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. Este aspecto se ratifica y subraya transcurrido el año 2009 de especiales dificultades en la región y particularmente en Argentina desde donde procede cerca del 50 % de los pasajeros del hotel (44 % en 2009).
- Reitera el buen posicionamiento en su target de clientes, ratificado por las cifras de ocupación de fin del año 2009, como ya se había verificado en años anteriores.
- Continúa el compromiso personal de sus accionistas con garantías de sus bienes para cubrir pasivos bancarios.
- Rentabilidad positiva en los últimos cinco ejercicios, reducción de pasivos e incremento de activos. Crecimiento constante en la facturación.
- Adecuada liquidez.

Respecto de los flujos proyectados:

- Razonabilidad en función de los antecedentes.
- Resistencia a fuertes sensibilidades negativas, imaginadas para situaciones de intenso stress, comparables a la situación de los años 2002/2003. En esta actualización se volvieron a sensibilizar con aquellos criterios los flujos proyectados que resisten un fuerte shock negativo.
- La misma proyección realizada por la empresa ostenta la fortaleza de mantener fijos los ingresos en dólares, contradiciendo la tendencia, tanto propia como del sector de hotelería.
- En definitiva una cierta incolumidad respecto de la recesión regional del año 2009.

Respecto del entorno:

- El momento de singular incertidumbre por el que atravesaban las economías mundiales en general se ha modificado respecto de la visión a marzo de 2009. Empieza a evidenciarse recuperación económica en muchos países, y la región parece recoger también esa tendencia ascendente. La duración y profundidad de los procesos recesivos es más atenuada de lo que se advertía tiempo atrás. Uruguay y Argentina recuperan pronósticos de crecimiento moderado. El alerta serio respecto de la inseguridad introducida a las obligaciones procedente de episodios fuera del control del emisor, que en conjunto definen el llamado riesgo sistémico, es menor. El haber atravesado el año 2009, en el que ocurrieron episodios económicos negativos sin mayores sobresaltos constituye a la vez una suerte de seguro frente a contingencias adversas que de ocurrir no tendrían necesariamente que generar contratiempos peores a los del año que pasó.

EL COMITÉ DE CALIFICACIÓN HA PROCEDIDO AL UPGRADING DE LA MISMA, ALCANZANDO LA NOTA BBB (uy) DE GRADO INVERSOR.

I. Antecedentes

1. Alcance y marco conceptual de la calificación

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

Esta actualización se realiza en el marco del art. 73 del Título III (Régimen de Información Permanente) del Libro II (Valores y Emisores) de la Recopilación de Normas del Mercado de Valores, del Banco Central del Uruguay.

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 reiterar 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.

La vigencia de la calificación, atento a disposiciones del regulador (BCU) es de un año.

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 así como en el del regulador: www.bcu.gub.uy.

El comité de calificación estuvo integrado nuevamente 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:

- Estados contables auditados de los ejercicios cerrados el 30/11/2005, 30/11 /2006 y 30/11/2007, al 30/11/08 y ahora también al 30/11/2009.
- Ingresos del primer trimestre del ejercicio en curso.
- Emisiones anteriores 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.
- 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 periodo de repago de las ONs realizados con ocasión de la emisión y nuevamente a la fecha (marzo 2010).
- 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 actualización de esta 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 nuevos flujos de fondos proyectados.
- 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.²

²Véase Tabla 2, op. cit.

II. Los títulos de deuda

Los títulos de deuda a calificar nuevamente son las Obligaciones Negociables emitidas el 24 de noviembre de 2008 por Rondilcor SA según documento de emisión del que se incluyen en esta apartado sus elementos más destacados:

Monto: el monto de la Emisión fue de US\$ 2.650.000 (dólares americanos dos millones seiscientos cincuenta mil) valor nominal. La Emisión con oferta pública consistió en la 3ª Serie de Obligaciones Negociables escriturales no convertibles en acciones.

Plazo: El plazo de la Emisión fue siete años. Sin perjuicio del señalado plazo, el Emisor puede rescatar anticipadamente la totalidad de las Obligaciones en cada oportunidad de amortización de capital, en condiciones que se establecen en el documento respectivo.

Amortización: el capital de la Emisión se amortiza 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 – 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 es 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 determina el día hábil inmediato anterior a aquel en que comienza cada período trimestral de intereses y se fija sobre la base de un año de 360 (trescientos sesenta) días y meses de 30 (treinta) días calculados sobre base lineal. Los intereses se pagan a trimestre vencido.

Garantía: En garantía del cumplimiento de las obligaciones que el Emisor asume, éste y FIDUNIÓN S.A. constituyeron un Fideicomiso de Garantía, Administración y Pago por el cual el Emisor cedió y transfirió 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:

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 en su momento el asesoramiento del Herrera Profesionales Asociados cuyo informe se anexó a la calificación original. 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 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 un 35 % de los ingresos es cobrado con tarjetas de crédito, esta cifra a valores de facturación actuales, supone prácticamente 1.260.000 dólares retenidos, cantidad que en general más que duplica los compromisos anuales de pago, a excepción de los del año 2011 que alcanzan a 680 mil. Con todo, aquella cifra retenida debe superar holgadamente a ésta.

No obstante no se trata de una garantía independiente del éxito del negocio, lo que le confiere alguna debilidad. Además 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.

La evolución de los pagos con tarjeta como porcentaje de la cobranza se expresan a continuación:

2005-2006	2006-2007	2007-2008	2008-2009
38,83%	40,18%	35,96%	35,65%

III. La empresa

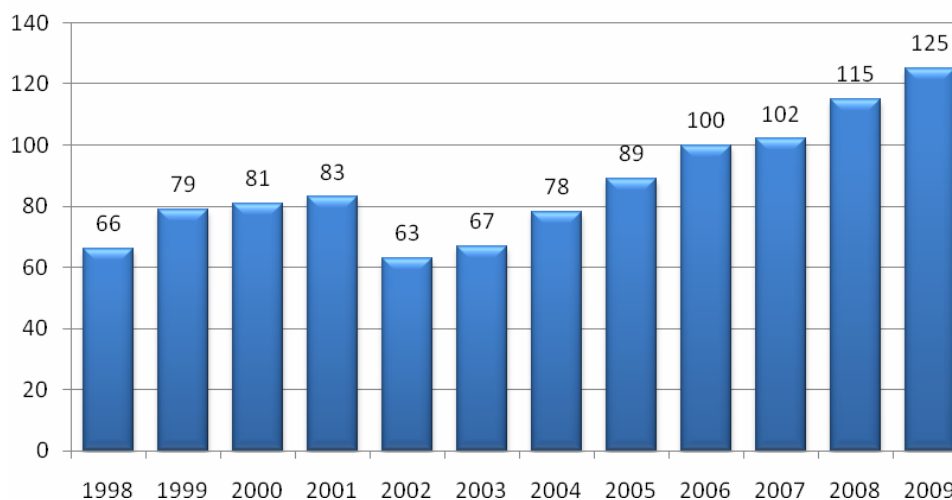
El objetivo central y más relevante del presente capítulo es el análisis de la evolución histórica de las principales variables económicas y financieras. Se considera también el desempeño de la función de producción, así como la capacidad de gestión y gerenciamiento de la empresa.

1. Capacidad de gestión comercial

Rondilcor S.A. explota la concesión del Hotel Horacio Quiroga de Salto, restándole 74 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. Su prestigio en el target al que se dirige, diferente al predominante en el llamado turismo termal, 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, ni siquiera en el año 2009, demostrando así el uso de un cierto mark up que supone un posicionamiento fuerte en su público objetivo. De esta forma ha podido moderar el desfase entre inflación y devaluación.

GRÁFICA 1

Gr. 1 Evolución de la tarifa diaria
(en U\$S corrientes)



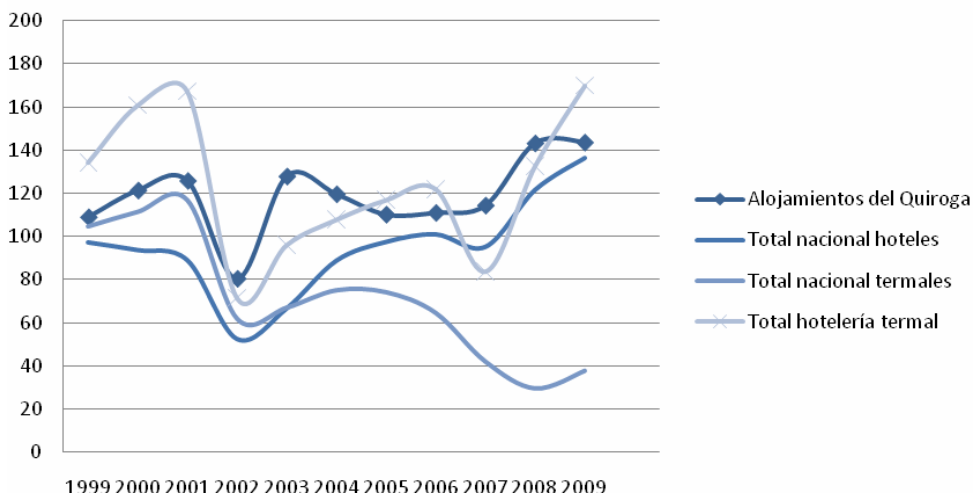
Fuente: Care en base a Rondilcor S.A.

En cuanto a los alojamientos vendidos la tendencia es destacable en sus valores absolutos y relativos al comportamiento de todo el sector, más aún por las características del año, como se verá en el correspondiente capítulo de entorno (Gráficas 2 y 3). Esta evolución puede considerarse un buen indicador de la gestión gerencial, en particular de su capacidad de captar nuevo público o más bien de mantenerlo en un año muy difícil en lo macroeconómico. 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 tendencia muy diferente a la observada a nivel general en materia de turismo termal que experimenta caídas relevantes, aun tratándose de un público diferente. Comparte en cambio el dinamismo reciente de la hotelería termal que se da en un contexto de caída del turismo con destino termal no hotelero.

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

GRÁFICA 2

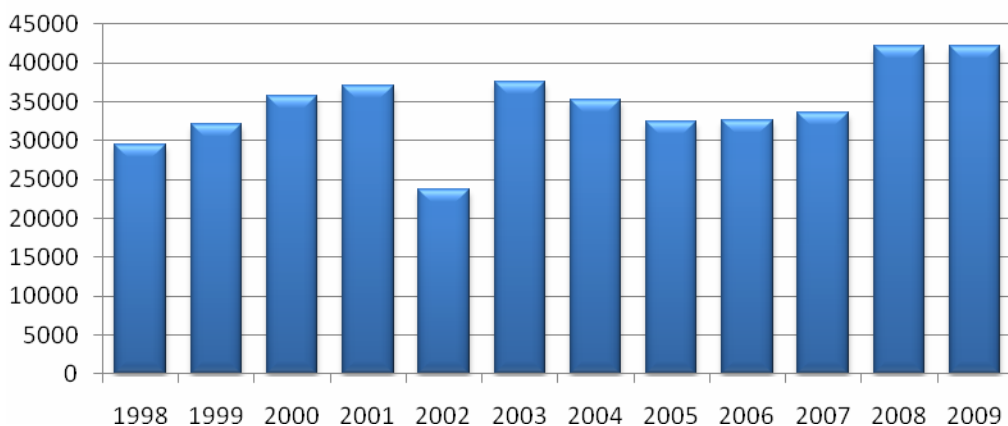
Gr.2 Evolución del número de alojamientos índice base 1998= 100



Fuente: CARE en base a Ministerio de Turismo y Deportes

GRÁFICA 3

Gr.3 Hotel Horacio Quiroga. Evolución Alojamientos vendidos



Fuente: Care en base a Rondilcor

2. Análisis organizacional, estructura de toma de decisiones

No existe ninguna modificación en este capítulo que se mantiene igual al de la calificación original y a la recalificación del año 2009.

Rondilcor S.A. es una sociedad anónima con un 97,33 % del paquete accionario en poder del Sr. Julián Safi. 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.

3. Análisis económico financiero

Riesgos considerados:

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

La información utilizada fue la siguiente:

- a) Estados Contables auditados correspondientes a los ejercicios finalizados al 30/11/2005, 30/11/2006, 30/11/2007, 30/11/08 y 30/11/09.
- b) Ingresos del primer trimestre del ejercicio en curso.

Análisis de Rentabilidad

Rondilcor S.A. ha obtenido resultados operativos y netos positivos en los últimos cinco ejercicios económicos cerrados al 30 de noviembre desde 2005 hasta el 2009. 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, salvo circunstancias desfavorables externas a la empresa.

Se destaca la influencia que tienen en el resultado neto los resultados financieros, tanto por intereses como por exposición a la inflación y diferencias de cambio. Según el balance auditado al 30 de noviembre de 2009 se cambió la forma de cálculo del resultado operativo, incluyendo "otros gastos" en el mismo. Es por eso que se hizo ese cambio en este informe en todos los ejercicios analizados, a los efectos que los mismos sean comparables.

En el siguiente cuadro se han resumido los capítulos más relevantes del Estado de Resultados de los periodos indicados, reexpresados en pesos uruguayos constantes del 30 de noviembre de 2009, ajustados por IPPN (Índice de Precios al Productor de Productos Nacionales).

ESTADOS DE RESULTADOS	Nov-05	Nov-06	Nov-07	Nov-08	Nov-09
§ (000) constantes a noviembre 2009					
Ingresos Operativos Netos	71,682	70,987	65,984	71,216	83,071
Costo de los Servicios Prestados	- 34,378	- 36,795	- 35,232	- 35,064	- 37,758
RESULTADO BRUTO	37,304	34,193	30,752	36,152	45,313
Costos Operativos	- 24,927	- 22,260	- 24,172	- 22,338	- 24,477
RESULTADO OPERATIVO	12,377	11,932	6,581	13,814	20,836
RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS	12,377	11,932	6,581	13,814	20,836
Resultados Financieros	6,217	- 5,658	28,311	- 3,137	10,837
Resultados Extraordinarios	50	3,677	-	-	6,753
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	18,644	9,952	34,891	10,677	38,426
Impuesto a la Renta	- 6,109	- 6,780	- 12,468	2,485	- 4,842
RESULTADO NETO	12,535	3,172	22,424	13,162	33,584

Fuente: Emisor y CARE

En el último ejercicio analizado tanto los ingresos como el resultado operativo mantienen la tendencia de aumento que se había iniciado en el ejercicio anterior, como se demuestra en el siguiente cuadro:

	Nov-05	Nov-06	Nov-07	Nov-08	Nov-09
RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS/Ing. Operativos	17%	17%	10%	19%	25%

Se destaca nuevamente en el análisis 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 sigue mostrando con los datos del último balance un crecimiento importante, lo que repercute directamente en el análisis patrimonial.

Análisis de Solvencia

A continuación se presenta la evolución de los principales capítulos patrimoniales, también reexpresados a valores constantes del 30 de noviembre de 2009.

ESTADO DE SITUACION PATRIMONIAL	Nov-05	Nov-06	Nov-07	Nov-08	Nov-09
\$ (000) constantes a noviembre 2009					
Activo Corriente	14,620	9,899	7,077	22,559	23,121
Activo no Corriente	292,052	281,996	272,953	270,002	267,589
TOTAL ACTIVO	306,672	291,895	280,029	292,561	290,710
Pasivo Corriente	27,577	28,702	29,783	12,273	14,712
Pasivo no Corriente	165,548	146,472	111,102	127,981	90,107
TOTAL PASIVO	193,124	175,174	140,885	140,253	104,819
PATRIMONIO	113,548	116,721	139,146	152,308	185,891
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	306,672	291,895	280,029	292,562	290,710
Pasivo /Activo total	63%	60%	50%	48%	36%
Patrimonio/Pasivo total	59%	67%	99%	109%	177%
Pasivo corriente/ Pasivo total	14%	16%	21%	9%	14%
Activo Corriente/ Pasivo Corriente	53%	34%	24%	184%	157%

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

Análisis del Pasivo

El endeudamiento ha caído en forma importante, tanto en lo que refiere a las Deudas Diversas (específicamente el rubro Otras deudas por Servicios), como al Pasivo financiero. En el caso de las Deudas Diversas, según Nota 3.7 de los Estados Contables al 30 de noviembre del 2009, en este rubro se incluye el valor de tiempo compartido a vencer en los próximos años y se cancela gradualmente al suministrar el servicio de alojamiento, sin requerir desembolso de dinero hacia los acreedores.

En el ejercicio se registró el resultado generado por el desestimiento de algunos compradores del tiempo compartido al desinteresarse de la continuidad de sus contratos (Nota 8) y dio lugar a una disminución de la "obligación de hacer" por \$ 6.753.071 que se registró en Resultados Extraordinarios. La cancelación de Pasivo financieros fue por un total de \$ 10.416.894.

Además se debe considerar que siendo la posición en moneda extranjera pasiva del orden de 3.5 millones de dólares, la caída del valor del dólar en el ejercicio, pasando de \$ 23.98 a \$ 20.1 ha beneficiado a la empresa en cuanto al valor en pesos de su endeudamiento. En sentido contrario una fuerte devaluación afectaría a más de la mitad del pasivo total.

Análisis de Liquidez

No hay observaciones adicionales a lo expresado en la recalificación anterior. La situación de liquidez sigue mejorando.

IV. El proyecto

El objetivo de la emisión que se califica era esencialmente el cambio en el perfil del endeudamiento, mediante el rescate anticipado de la segunda serie de ONs. Otro objetivo de menor relevancia económica era la realización de un conjunto de inversiones que fueron declaradas promovidas por resolución del Poder Ejecutivo de fecha 16 de marzo del 2009.

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	1.821
Proyecto COMAP (incluye instalaciones)	182	178	340	699
Disponibles para cancelar pasivos con particulares	129	-	-	129
Total:	2.132	178	340	2.650

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. A los efectos de tener una idea del cumplimiento de las inversiones que se previó realizar bajo proyecto COMAP, se señala que entre los años 2008 y 2009 se llevan invertidos el equivalente a U\$S 405.341 según surge del balance auditado al 30/11/09, lo que supone un adecuado cumplimiento.

Análisis de Sensibilidad

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 (Anexo 1). Nuevamente en esta calificación se han sensibilizados las proyecciones realizadas por la empresa, que ya suponen un enfoque conservador en los ingresos al mantenerlos constantes en dólares durante todo el período.

Con referencia al análisis de sensibilidad practicado en esta ocasión, el mismo consistió en reproducir para el año 2010 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. Si se diera una situación así de improbable ocurrencia, las proyecciones resisten el pago de las obligaciones.

Pero por encima de todo, la situación recesiva de la región, especialmente en la Argentina incluyendo su propia inestabilidad política constituye una prueba fuerte frente a contingencias adversas provenientes de ese país.

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 varias situaciones de stress como las descritas. El propio año 2009 es un buen ejemplo de superación de situaciones consideradas a priori adversas.
- *Riesgo por descalce de monedas.* Los ingresos y costos no están calzados, aunque 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 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.

V. El entorno

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, parecen ir cambiando de signo respecto de las previsiones de hace un año atrás. Empezando por las economías emergentes, pero comenzando a llegar a las demás, el incremento del nivel de actividad, propiciado por inyecciones de liquidez y estímulos a la demanda destinados a evitar una recesión profunda parecen haber tenido éxito. Aunque no se sabe qué pasará ni bien se retiren esos estímulos, es notorio que el escenario general ha cambiado. La caída del PBI mundial del año 2009 (-1,1 %) se convierte ahora en un pronóstico de crecimiento global del 3%, valor similar al del año 2008.

Las previsiones de caídas en la tasa de crecimiento de la economía nacional, así como las correspondientes de recesión en la región se han cumplido. Ello no obstante las previsiones para el año 2010 son moderadamente favorables pareciendo haberse sorteado también las dudas naturales del cambio de gobierno.

Los pronósticos oficiales para el año 2010 plantean un crecimiento moderado del producto de 4 %, y un déficit fiscal del 2,4%. Por otra parte en el año 2009, finalmente el crecimiento fue del 2 %.

Para el año 2010, la encuesta de expectativas que realiza mensualmente el Banco Central, da cuenta de valores normales para las principales variables. Así por ejemplo la mediana de inflación de la encuesta reporta para todo el 2010 un valor del 6%, menor incluso al que se planteaba cinco meses atrás. En cuanto al crecimiento del PBI la mediana de los economistas se sitúa en 4,3 %, y el déficit fiscal en 1,2 %. Tampoco hay sorpresas para la devaluación esperándose un valor del dólar de \$ 20,33, valor que de confirmarse acentuaría los problemas de competitividad de la economía.

En cuanto a la situación argentina la misma constituye una buena prueba a la que se ha sometido la ocupación del hotel. El año 2009 habría sido de una severa recesión para la cual no hay datos confiables. Oficialmente el PBI habría crecido 0,6 %, en tanto analistas privados entienden que habría caído en el orden del 5 %. Pero aún para la Argentina, con sus fuertes tensiones domésticas el escenario puede no ser peor que el actual. La recuperación de los valores de sus exportaciones de commodities y tal vez la reaparición de algún tipo de crédito externo, alientan expectativas algo más favorables. Algunos especialistas están estimando (mediana de economistas del BCRA) un crecimiento para este año de 2,8 %. Persiste en plenitud el riesgo de una fragmentación política que podría llevar a dificultades de acceso a nuestro país, no por el tema puentes que parece mejorar, sino por el tema de rutas internas.

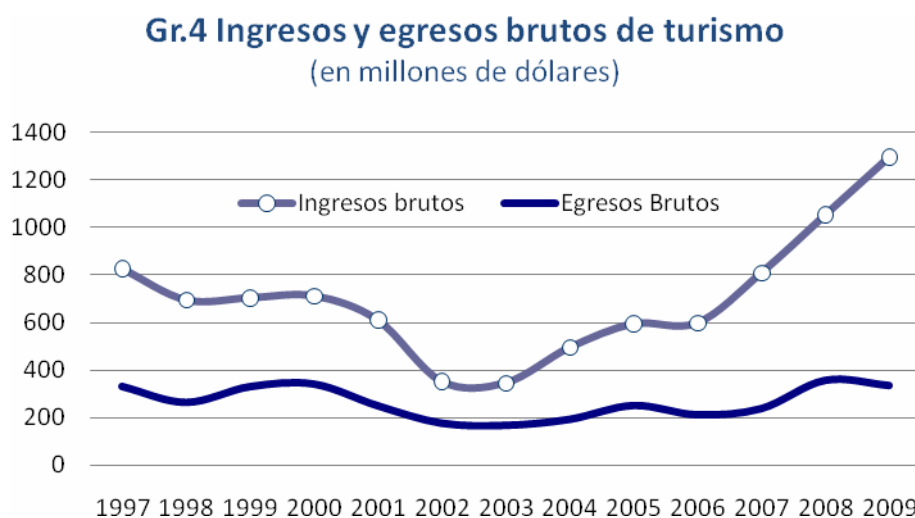
CARE sigue estimando un probable escenario de corrección de precios relativos. En efecto Argentina carece de crédito externo, aunque podría llegar a mejorarlo en parte. Pero la amenaza fuerte se visualiza en el área fiscal, muy dependiente de los precios de las commodities, y del mantenimiento de las tasas de tributación sobre el comercio exterior que enfrentan dificultades políticas. Parecería que la Argentina se encamina a un ajuste de precios relativos. Este podría provenir 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 de esta procedencia son el 50 % de los pasajeros del hotel.

Sin embargo, aún una fuerte corrección se daría en un contexto internacional crecientemente favorable lo que modera las expectativas negativas sobre el público del hotel que no bajó con recesión, caídas de precios de exportación, etc.

2. La situación del sector de hotelería en Uruguay

La hotelería nacional se viene recuperando de la crisis en la que cayó en los años 2002 y 2003, alcanzando recién para el año 2008 algunos de los guarismos de ese entonces.

GRÁFICA 4



Fuente: CARE en base a Ministerio de Turismo y Deportes

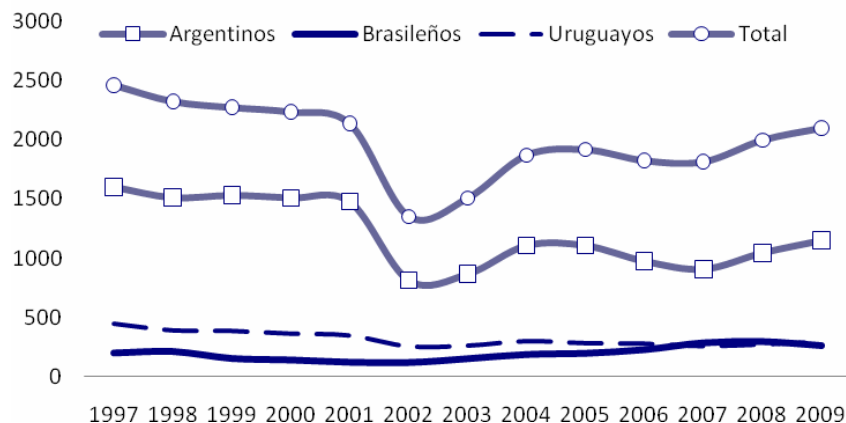
Puede apreciarse que los ingresos brutos para el año 2007 aun no superaban los logrados en el año 1997. Las cifras oficiales para los años 2008 y 2009 en este último caso preliminares, alcanzan a un récord de 1053 millones de dólares en 2008, casi un 30 % más que en el año 2007, y 1300 millones de dólares en el 2009, cifra que supera en un 23 % la del 2008 a pesar de todas las dificultades.

En cuanto al total de alojamientos (véase gráfica 1), en los años 2006 y 2007 se recuperó el número del año 1998, cifra que se sobrepasó ampliamente en el 2008 y más en el 2009.

Algo similar aunque diferente ocurre con el número total de turistas. Si bien existe una recuperación del número de visitantes aun no se alcanzan valores anteriores:

GRÁFICA 5

Gr.5 Ingresos de turistas total y por nacionalidad (en miles de personas)



Fuente: CARE en base a Ministerio de Turismo y Deportes

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 del turismo de hotelería 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 pudieran sobrevenir.

La composición de los pasajeros del hotel según nacionalidades se parece a la nacional para el año 2009 en lo que refiere a argentinos pero inciden más los uruguayos. En este caso el 55 % fueron argentinos (contra 65 % en el 1998) con 13 % brasileños y 14 % uruguayos. Para el hotel, hubo un 46 % uruguayos, 44 % argentinos, y 3,5% brasileños.

Riesgos considerados:

Riesgo mercado. El Hotel Horacio Quiroga ha demostrado tener una menor vulnerabilidad que la prevista al impacto de un escenario desfavorable en el entorno macroeconómico nacional y regional, que ahora – además- ha comenzado a mejorar. Previsiblemente debería continuar su proceso de crecimiento. Incluso de hacerse más pronunciado el desfasaje entre devaluación e inflación, la empresa dispone de algunas ventajas para ajustar algunos de sus principales costos: no paga energía, posee una buena relación con sus trabajadores y demuestra poder absorber problemas cambiarios en su tarifa. 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, ya no es alta. Y la probabilidad de duración prolongada de los mismos parece no obstante media 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 y en 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 BBB uy de la escala del Manual de CARE. Se trata de una calificación de grado inversor³.

Comité de Calificación

Ing. Julio Preve

Cra. Raquel Vázquez

Timbre

³Se trata de instrumentos emitidos por empresas o sociedades que presentan un riesgo medio-bajo para la inversión. Su capacidad de pago del capital e intereses, en los términos y plazos pactados es buena. El propio papel, la condición de la empresa, la calidad del proyecto y las características del entorno, dan en conjunto moderada satisfacción a los análisis practicados, sin perjuicio de alguna debilidad en cualquiera de las cuatro áreas de riesgo (papel, proyecto, empresa, entorno). Podría incrementarse el riesgo del instrumento ante eventuales cambios 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 baja a media - baja, y compatible con la capacidad de la empresa de manejarlos aunque incrementando el riesgo algo más que en las categorías anteriores.

ANEXO 1

ANEXO 1

PROYECCIONES FINANCIERAS - US\$ (000)							
Años ONs 3a Serie	proy	proy	proy	proy	proy	proy	proy
	Nov-10	Nov-11	Nov-12	Nov-13	Nov-14	Nov-15	Nov-15
Resultados Operativos							
Ingresos operativos	4.132	4.132	4.132	4.132	4.132	4.132	4.132
(-) Corrección ventas Tiempo Compartido	(45)	(45)	(45)	(45)	(45)	(45)	(45)
Ingresos operativos netos	4.087	4.087	4.087	4.087	4.087	4.087	4.087
(-) Costo servicios y bienes vendidos	(1.859)	(1.859)	(1.859)	(1.859)	(1.859)	(1.859)	(1.859)
Margen bruto	2.228	2.228	2.228	2.228	2.228	2.228	2.228
(-) Costos operativos & otros gastos (incluye deprec.)	(1.215)	(1.215)	(1.215)	(1.215)	(1.215)	(1.215)	(1.215)
Margen operativo	1.013	1.013	1.013	1.013	1.013	1.013	1.013
Estado de Situación Patrimonial	real	proy	proy	proy	proy	proy	proy
	nov. 09	Nov-10	Nov-11	Nov-12	Nov-13	Nov-14	Nov-15
Caja e Inversiones Temporarias	799	1.252	1.799	2.371	2.969	3.611	4.281
Créditos por ventas	156	135	135	135	135	135	135
Otros créditos	89	89	89	89	89	89	89
Otros créditos (adelantos fideicomiso)	48	-	-	-	-	-	-
Bienes de cambio	58	58	58	58	58	58	58
Activo Fijo (NETO)	12.478	12.471	12.486	12.624	12.755	12.885	13.036
Activos Intangibles (NETO)	833	800	768	737	708	679	652
ACTIVO - US\$ (000)	14.461	14.806	15.334	16.014	16.713	17.457	18.251
Deudas comerciales	218	218	218	218	218	218	218
Deudas diversas c/p (con impacto financiero)	206	206	206	206	206	206	206
Provisiones generales	21	21	21	21	21	21	21
Deudas financieras c/p	246	493	482	482	482	482	-
Deudas financieras i/p	2.465	1.927	1.445	964	482	-	-
Total Pasivo con impacto financiero	3.156	2.865	2.372	1.891	1.409	927	445
Pasivos sin impacto financiero futuro	762	717	672	627	582	537	492
IRAE Diferido pasivo	1.298	1.424	1.502	1.581	1.596	1.622	1.651
PASIVO TOTAL - US\$ (000)	5.216	5.006	4.546	4.099	3.587	3.086	2.588
PATRIMONIO - US\$ (000)	9.245	9.799	10.788	11.915	13.126	14.371	15.663

GENERACION INTERNA DE FONDOS PROYECCIONADA - US\$ (000)							
	Nov-10	Nov-11	Nov-12	Nov-13	Nov-14	Nov-15	Nov-15
Ingresos operativos	4.132	4.132	4.132	4.132	4.132	4.132	4.132
(+/-) Diminución/Aumento de créditos por ventas	21	-	-	-	-	-	-
Caja generada por las ventas	4.153	4.132	4.132	4.132	4.132	4.132	4.132
(-) Costo servicios y bienes vendidos	1.859	1.859	1.859	1.859	1.859	1.859	1.859
(+/-) Aumento/Diminución de stocks	-	-	-	-	-	-	-
(+/-) Dim./Aumento deudas comerciales	-	-	-	-	-	-	-
(-) Caja desembolsada por costo de ventas	1.859	1.859	1.859	1.859	1.859	1.859	1.859
(-) Costos operativos & otros gastos (no incluye dep ni prev)	702	702	702	702	702	702	702
(-) Diminución otros créditos	(48)	-	-	-	-	-	-
(+) Diminución de deudas diversas	-	-	-	-	-	-	-
(-) Caja desembolsada por C. Operativos & Otros	654	702	702	702	702	702	702
Generación interna de fondos	1.640	1.571	1.571	1.571	1.571	1.571	1.571

ESTADO DE ORIGEN Y APLICACION DE FONDOS - US\$ (000)							
	Nov-10	Nov-11	Nov-12	Nov-13	Nov-14	Nov-15	Nov-15
Fondos = Caja y asimilables	799	1.252	1.799	2.371	2.969	3.611	4.281
FONDOS AL INICIO	799	1.252	1.799	2.371	2.969	3.611	4.281
ORIGENES DE FONDOS	1.640	1.571	1.571	1.571	1.571	1.571	1.571
Generación interna de Fondos	1.640	1.571	1.571	1.571	1.571	1.571	1.571
APLICACIONES DE FONDOS	(1.187)	(1.025)	(998)	(973)	(929)	(901)	(862)
Amortización ONs 3a. Serie	(241)	(482)	(482)	(482)	(482)	(482)	(482)
Intereses y gastos ONs 3a. Serie	(257)	(221)	(176)	(131)	(87)	(39)	(9)
Amortización Préstamo BROU	(45)	(11)	-	-	-	-	-
Intereses Préstamo BROU	(4)	(1)	-	-	-	-	-
Cancelación pasivos VARIOS	-	-	-	-	-	-	-
Intereses pasivos varios	-	-	-	-	-	-	-
Proyecto COMAP	(340)	-	-	-	-	-	-
Inversiones en mejoras y mantenimiento	(150)	(150)	(180)	(180)	(180)	(200)	(200)
IRAE e IP	(150)	(160)	(160)	(180)	(180)	(180)	(180)
Incremento (Dismin) de FONDOS	453	546	573	598	642	670	719
FONDOS AL FINAL	1.252	1.799	2.371	2.969	3.611	4.281	5.000

EVOLUCION PASIVOS FIN.							
	nov. 09	proy Nov-10	proy Nov-11	proy Nov-12	proy Nov-13	proy Nov-14	proy Nov-15
Porción cte capital BROU	-	11	-	-	-	-	-
Intereses a pagar BROU	-	-	-	-	-	-	-
Intereses a pagar ONs	-	-	-	-	-	-	-
Varios	-	-	-	-	-	-	-
Porción cte capital ONs 3a. Serie	241	482	482	482	482	482	482
Sub-total Pasivos fin. c/p	241	493	482	482	482	482	482
BROU I/p	56	-	-	-	-	-	-
ONs I/p 2a. Serie	-	-	-	-	-	-	-
ONs I/p 3a. Serie	2.409	1.927	1.445	964	482	-	-
Varios I/p (incluye aval)	-	-	-	-	-	-	-
Accionistas	-	-	-	-	-	-	-
Sub-total Pasivos fin. I/p	2.465	1.927	1.445	964	482	-	-
TOTAL PASIVOS FINANCIEROS	2.706	2.420	1.927	1.446	964	482	482

COBERTURA PARA INVERSOR DADA POR FIDEICOMISO de GARANTIA - US\$ (000)							
	Nov-10	Nov-11	Nov-12	Nov-13	Nov-14	Nov-15	Nov-15
Caja generada por las ventas	4.153	4.132	4.132	4.132	4.132	4.132	4.132
Retención pagos con tarjeta	37%	1.537	1.529	1.529	1.529	1.529	1.529
Amortización ONs 3a. Serie	(241)	(482)	(482)	(482)	(482)	(482)	(482)
Intereses ONs 3a. Serie	(236)	(201)	(157)	(114)	(70)	(27)	(9)
Sobranante proyectado neto anual	1.060	846	890	933	977	1.020	1.060
Sobranante proyectado acumulado anual	1.060	1.906	2.796	3.729	4.706	5.726	6.786
Ratio cobertura retención s/pago ONs	3,22	2,24	2,39	2,57	2,77	3,00	3,22
Ratio Pasivo Financiero/Activo	16%	13%	9%	6%	3%	0%	0%

RATIOS PROYECTADOS							
	0 nov. 09	proy Nov-10	proy Nov-11	proy Nov-12	proy Nov-13	proy Nov-14	proy Nov-15
Razón Corriente	1,66	1,64	2,24	2,86	3,51	4,20	10,25
Relación acida	1,58	1,57	2,18	2,80	3,44	4,14	10,12
Deuda s/Patrimonio	0,48	0,44	0,36	0,29	0,23	0,18	0,13
Deuda s/Activos	0,31	0,29	0,25	0,22	0,18	0,15	0,11
Patrimonio/Activo	0,64	0,66	0,70	0,74	0,79	0,82	0,86
% s/nivel de ventas 06/07 - US\$ (000) 2,618	158%	158%	158%	158%	158%	158%	158%
Margen Bruto	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%
Margen Operativo	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%

RESUMEN EVOLUCION PASIVOS FIN.							
	0 nov-09	proy Nov-10	proy Nov-11	proy Nov-12	proy Nov-13	proy Nov-14	proy Nov-15
BROU	56	11	-	-	-	-	-
ONs 2a. Serie	-	-	-	-	-	-	-
ONs 3a. Serie	2.409	1.927	1.446	964	482	-	-
Varios	-	-	-	-	-	-	-
Accionistas	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL PASIVOS FINANCIEROS	2.706	2.420	1.927	1.446	964	482	482