

**CARE**

CALIFICADORA DE  
RIESGO

---

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

**CARE Calificadora de Riesgo**

Montevideo, marzo 15 de 2011

## SUMARIO

---

	Página
RESUMEN GENERAL	2
SECCIÓN I ANTECEDENTES	4
SECCIÓN II LOS TITULOS DE DEUDA	5
SECCIÓN III LA EMPRESA	7
SECCIÓN IV EL PROYECTO	13
SECCIÓN V EL ENTORNO	15
SECCION VI CALIFICACION DE RIESGO	19
ANEXO 1 PROYECCIONES DE LA EMPRESA	

---

**RESUMEN**

ACTUALIZACIÓN 15.03.2011
Oferta pública de: ONs 3º 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% a.a.
Estructurador: ECM Financial Services
Agente de Distribución: ROSPIDE Soc. Bolsa SA
Registrante, Agente Fiduciario y Agente de Pago BVM
Fiduciario Fideicomiso de Garantía, Administración y Pago: FIDUNION SA
Vigencia de la actualización: Anual
Comité de Calificación: Ing. Julio Preve y Cra. Raquel Vázquez
Asesor Jurídico (CARE): Herrera & Asoc.
Calificación local: BBB + uy (Grado inversor)

**RESUMEN GENERAL**

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. En la actualización siguiente, se procedió al upgrading de la nota de las ONs emitidas, llevándola a BBB (uy) de grado inversor.

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 y, a partir de agosto de 2010, con las amortizaciones trimestrales de esta serie.
- 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.

- Reitera el buen posicionamiento en su target de clientes, ratificado por las cifras de ocupación de fin del año 2010, que vuelven a aumentar, 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. Mantenimiento de la facturación a valores constantes en moneda nacional, lo que supone incremento en dólares, moneda de la emisión.
- Adecuada liquidez.

Respecto de los flujos proyectados:

- Razonabilidad en función de los antecedentes.
- Vuelven a resistir fuertes sensibilidades negativas, imaginadas para situaciones de intenso stress, comparables a la situación de los años 2002/2003.
- También resisten un escenario de inflación en dólares de sus costos operativos en la magnitud que estima el gobierno, manteniendo constantes los ingresos en esa moneda.
- 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.

Respecto del entorno:

- El momento de singular incertidumbre por el que atravesaban las economías mundiales se modificó respecto de la visión a marzo de 2009. Se sigue evidenciando crecimiento económico en muchos países, y la región recoge también esa tendencia. Se prevén crecimientos para Uruguay, Argentina y Brasil para los años 2011 y 2012, según diversas fuentes, por encima del 4,5 %. 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, sigue siendo 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 de ese año. Se repitió así en la crisis 2008/2009, un desempeño mejor al de la del año 2002/2003. Si bien luego del año 2011 podrían sobrevenir algunos contratiempos en la región de magnitud imposible de prever hoy, la empresa parece haber demostrado tener condiciones para enfrentarlos.

El comité de calificación ha recalificado la emisión con la nota BBB + (uy) de grado inversor.
--

## SECCIÓN 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 en los sitios web correspondientes al Banco Central del Uruguay [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy) o al de la Bolsa de Valores de Montevideo [www.bvm.com.uy](http://www.bvm.com.uy).

La calificación realizada no representa 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.

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

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, 30/11/2009 y ahora 30/11/2010.
- 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 período de repago de las ONs realizados con ocasión de la emisión y nuevamente a la fecha (marzo 2011).
- Entrevistas varias con la gerencia de la empresa, auditores, fiduciario, expertos sectoriales.
- Datos de disponibilidad pública sobre economía del sector turismo.
- Balances del fideicomiso.

## SECCIÓN II. LOS TITULOS 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 que está disponible en los sitios web antes mencionados (BCU y BVM). Asimismo la primera calificación y sus actualizaciones pueden consultarse también en el sitio web de CARE ([www.care.com.uy](http://www.care.com.uy)).

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 nuevamente 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 funcionamiento y balances del Fideicomiso de Garantía, Administración y Pago creado a partir de la cesión de créditos contra determinadas emisoras o administradoras de tarjetas de crédito. 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 36 % de los ingresos<sup>1</sup> es cobrado con tarjetas de crédito, esta cifra a valores de facturación actuales, supone prácticamente 1.600.000 dólares retenidos, cantidad que más que duplica los compromisos anuales de pago, inclusive los del año 2011 que son los mayores, ya que alcanzan a U\$S 703 mil entre amortizaciones e intereses. En definitiva, aquella cifra retenida supera holgadamente a ésta.

No obstante no se trata de una garantía independiente del éxito del negocio, sino que depende de él, lo que le confiere alguna debilidad. Debe considerarse además que 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.

---

<sup>1</sup> valor del año 2010, similar al del promedio del último quinquenio que fue 37,3 %

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

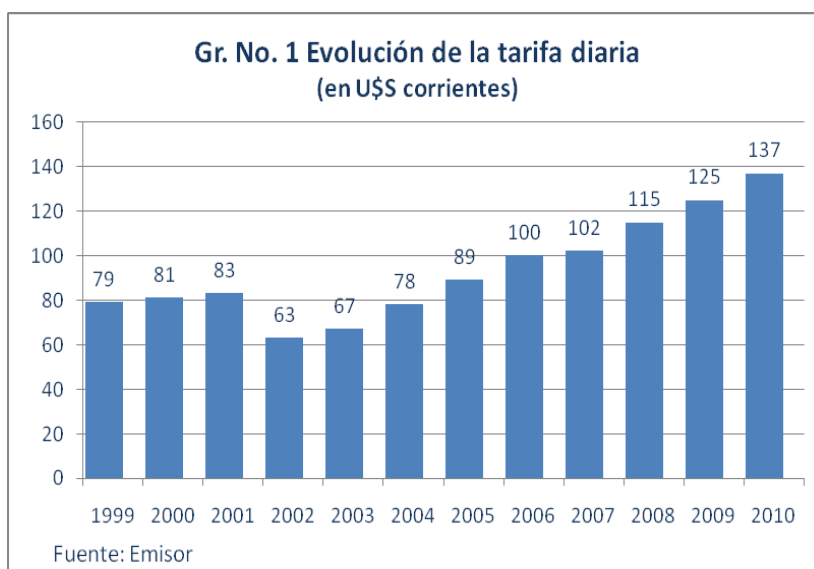
<b>Cuadro No.1 Porcentaje de pagos con tarjeta de crédito</b>				
2005-2006	2006-2007	2007-2008	2008-2009	2009-2010
38,83%	40,18%	35,96%	35,65%	36,00%
Fuente: Emisor				

## SECCIÓN III. LA EMPRESA

El objetivo central 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.

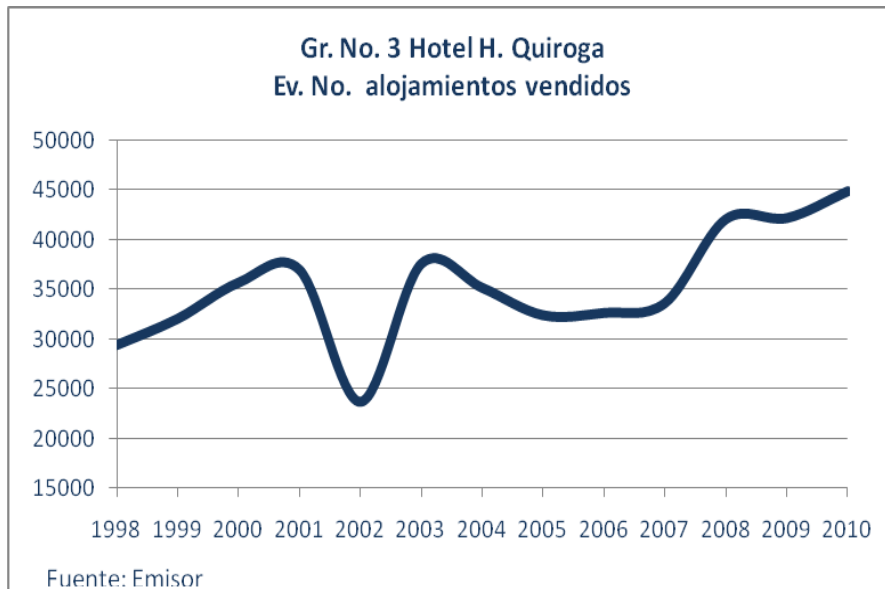
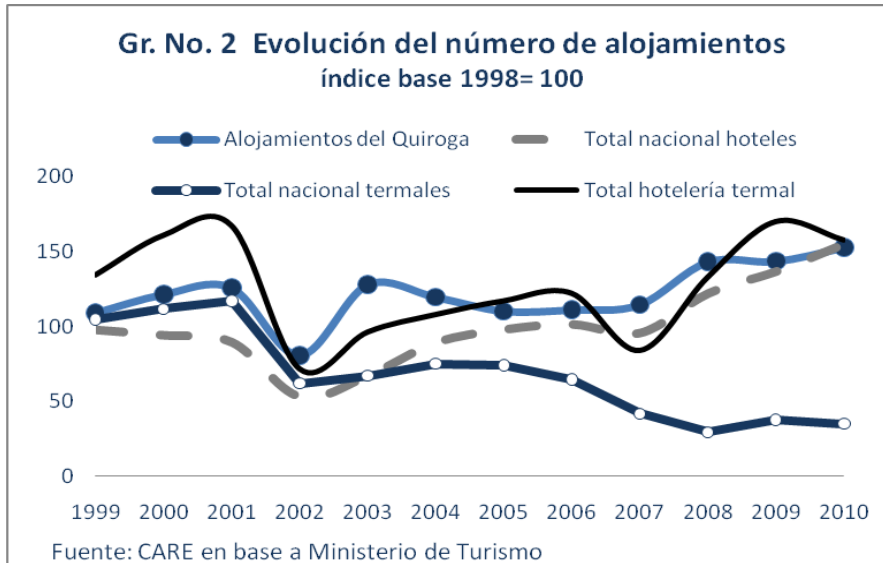
### 1. Capacidad de gestión comercial

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 desfasaje entre inflación y devaluación. En el año 2010 el aumento en dólares fue de 9,6 %.



En cuanto a los alojamientos vendidos la tendencia es destacable en sus valores absolutos y relativos al comportamiento de todo el sector. (Gráficas 2 y 3). Esta evolución puede considerarse un buen indicador de la gestión gerencial. En efecto, todo el turismo receptor en número de turistas recién en este año 2010 recupera los guarismos del año 1998 (Gráfica 5). Y tiene una tendencia muy diferente a la observada a nivel general en materia de turismo termal que experimenta caídas, tratándose de un público diferente. Comparte en cambio el dinamismo reciente de la hotelería termal.

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



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

No existe ninguna modificación en este capítulo que se mantiene igual al de la calificación original, a la recalificación del año 2009, y a la del año 2010.

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, 30/11/09 y 30/11/2010.
- 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 siete ejercicios económicos cerrados al 30 de noviembre, desde 2005 hasta el año 2010. 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 muy 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. CARE ha mantenido la reexposición de los balances anteriores al 2009 en lo que refiere al resultado operativo.

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 30 de noviembre de 2010, ajustados por IPC (Índice de Precios al Consumo). Se acompañan los datos solo de los últimos cinco ejercicios.

<b>Cuadro No. 2 Estados de resultados</b>					
	<b>Nov-06</b>	<b>Nov-07</b>	<b>Nov-08</b>	<b>Nov-09</b>	<b>nov-10</b>
\$ (000) constantes a noviembre - 2010 ajustado por IPC-					
Ingresos Operativos Netos	75.866	70.519	76.110	88.780	87.957
Costo de los Servicios Prestados	- 39.323	- 37.653	- 37.474	40.353	40.990
<b>RESULTADO BRUTO</b>	<b>36.543</b>	<b>32.866</b>	<b>38.637</b>	<b>48.427</b>	<b>46.967</b>
Costos Operativos	- 23.790	- 25.833	- 23.873	26.160	26.295
<b>RESULTADO OPERATIVO</b>	<b>12.753</b>	<b>7.033</b>	<b>14.764</b>	<b>22.268</b>	<b>20.671</b>
<b>RESULTADO ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS</b>	<b>12.753</b>	<b>7.033</b>	<b>14.764</b>	<b>22.268</b>	<b>20.671</b>
Resultados Financieros	- 6.047	30.257	- 3.353	11.582	548
Resultados Extraordinarios	3.930	-	-	7.217	-
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>10.636</b>	<b>37.289</b>	<b>11.411</b>	<b>41.067</b>	<b>21.219</b>
Impuesto a la Renta	- 7.245	- 13.325	2.656	5.175	3.867
<b>RESULTADO NETO</b>	<b>3.390</b>	<b>23.965</b>	<b>14.067</b>	<b>35.892</b>	<b>17.352</b>
Fuente: Emisor y CARE					

En el último ejercicio analizado tanto los ingresos como el resultado operativo se mantienen con respecto al año anterior; y el resultado neto disminuye por la incidencia de los resultados financieros. Asimismo y como se expresa en el cuadro 2, la relación entre ingresos y resultados operativos se mantiene.

<b>Cuadro No. 3 Resultados antes de Intereses e impuestos /Ing. Operativos</b>					
<b>nov-05</b>	<b>nov-06</b>	<b>nov-07</b>	<b>nov-08</b>	<b>nov-09</b>	<b>nov-10</b>
17%	17%	10%	19%	25%	24%
Fuente: CARE en base a Emisor					

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 significativa en su estructura de egresos.

Por otra parte el resultado neto en pesos constantes sigue mostrando un correcto desempeño, 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 2010.

<b>Cuadro No. 4 Estados de situación patrimonial</b>					
\$ (000) constantes a noviembre 2010 ajustado por IPC					
	<b>Nov-06</b>	<b>Nov-07</b>	<b>nov-08</b>	<b>nov-09</b>	<b>nov-10</b>
Activo Corriente	10.579	7.563	24.109	24.710	33.076
Activo no Corriente	301.377	291.712	288.558	285.980	285.974
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>311.956</b>	<b>299.275</b>	<b>312.668</b>	<b>310.690</b>	<b>319.050</b>
Pasivo Corriente	30.674	31.829	13.116	15.723	20.954
Pasivo no Corriente	156.539	118.738	136.776	96.300	82.077
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>187.213</b>	<b>150.567</b>	<b>149.893</b>	<b>112.023</b>	<b>103.030</b>
<b>PATRIMONIO</b>	<b>124.743</b>	<b>148.709</b>	<b>162.776</b>	<b>198.667</b>	<b>216.020</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>311.956</b>	<b>299.276</b>	<b>312.669</b>	<b>310.690</b>	<b>319.050</b>
Pasivo s/Activo total	60%	50%	48%	36%	32%
Patrimonio/Pasivo total	67%	99%	109%	177%	210%
Pasivo corriente/ Pasivo total	16%	21%	9%	14%	20%
Activo Corriente/ Pasivo Corriente	34%	24%	184%	157%	158%
Fuente: Emisor y CARE					

Los rubros patrimoniales han seguido 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 continuado cayendo en forma importante, tanto en lo que refiere a las deudas diversas, como al pasivo financiero. Las primeras corresponden según nota 3.7 de los estados contables al 30 de noviembre de 2010, a la expresión monetaria del valor de los contratos de tiempo compartido a vencer en los próximos años. La reducción de pasivos financieros fue por un total de \$ 9.652.372.

La posición pasiva en dólares es de 1.848.000, menor que el año anterior pero de magnitud suficiente como para considerar el riesgo de tipo de cambio que se ve más adelante.

### ***Análisis de Liquidez***

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

## SECCIÓN 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 diferentes resoluciones del Poder Ejecutivo.

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

<b>Cuadro No. 5 Uso de Fondos</b>					
Miles U\$S	Año >	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>Total</b>
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 permiten 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, la nota 10 de los estados contables al 30 de noviembre de 2010 da cuenta de una inversión total hasta ahora que supera lo comprometido y evidencia una actitud destacable de reinversión en la empresa.

### **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). Estos análisis se realizan sobre las proyecciones presentadas por la empresa. Las mismas demuestran año a año un ajuste total entre el resultado operativo previsto y el efectivamente obtenido, lo que supone que la empresa genera y provee información de calidad.

Nuevamente en esta calificación se han sensibilizados las proyecciones, que ya suponen un enfoque conservador en los ingresos al mantenerlos constantes en dólares durante todo el período y en valores similares al actual.

Con referencia a los análisis de sensibilidad practicados, estos fueron:

Primero, reproducir para el año 2011, el de mayores exigencias, la situación registrada en el año 2002, es decir con un nivel de ingresos definido por una tarifa de 65 dólares (47 % de la actual) para una ocupación de 23.000 alojamientos vendidos (52 % de la actual). Si se diera una situación de esta severidad e improbable ocurrencia, las proyecciones resisten el pago de las obligaciones.

Segundo, someter los costos a una estimación de inflación en dólares de base oficial, sin modificar los ingresos. El resultado es el mismo.

**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 sigue siendo 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. Además no debe descartarse que ese fenómeno puede agregar demandantes nacionales. En definitiva este riesgo parece compatible con la posibilidad de la empresa de manejarlo en ambos sentidos.

## SECCIÓN 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 luego de la crisis financiera internacional, vuelven a ser de crecimiento (5 %) . A enero del 2011, el Fondo Monetario Internacional<sup>2</sup> estima para los años 2011 y 2012 un 4,4 y 4,5 % respectivamente. Estas tasas son diferentes para Estados Unidos (3,0 y 2,7 %) que para la Eurozona (1,5 y 1,7 %), o China (9,6 y 9,5 %) o India (8,4 y 8 %) o Latinoamérica (4,3 y 4,1 %). Es notorio pues que al menos en los próximos dos años el mundo parece continuará su crecimiento, con tasas de interés muy bajas -tal vez con leves ascensos- con precios firmes en los commodities no petroleros. El control de la inflación seguirá siendo para los países emergentes el principal desafío, combinado con el fortalecimiento de sus monedas.

En lo que refiere a la región, la situación de Brasil luce en general bastante más despejada, en particular al haber desaparecido la incertidumbre política. Brasil crecerá en el 2011 un 4,5 % -según coinciden el FMI y el Instituto de Economía de la Facultad de Ciencias Económicas de la UDELAR- y 4,1 % en el 2012<sup>3</sup>. Si bien la inflación en ese país puede generar un endurecimiento de la política monetaria, es poco probable que ésta llegue a detener este crecimiento que figura en la primera prioridad del nuevo gobierno. Se espera una inflación para estos dos años de 5 y 4,5 % (Fuente BNB, enero 2011).

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 supuso una severa recesión para la cual no hay datos totalmente confiables. Oficialmente el PBI habría crecido 0,6 %, en tanto analistas privados entienden que habría caído en el orden del 5 %. En el año transcurrido – 2010- el PBI habría crecido 8%, esperándose para el 2011 un crecimiento del 5,4 %<sup>4</sup> (Fuente Instituto de Economía • Facultad de Ciencias Económicas y de Administración • Universidad de la República), coincidente con la encuesta de expectativas económicas que publica el Banco Central argentino en enero, según la cual los especialistas estarían estimando un 6 %<sup>5</sup>. Para esta misma fuente la inflación sería entre el 13 y el 14 %. Como las estimaciones de crecimiento del índice medio de salarios casi duplica las cifras de inflación, en un contexto de fortalecimiento de la moneda doméstica, y luego de la contienda electoral, el año 2012 quizás soportara dificultades derivadas de algún tipo de corrección de precios relativos, que podría tener que enfrentar el próximo gobierno. Aún en este escenario el FMI proyecta un crecimiento para el 2010<sup>2</sup> del 2,6 %.

Pero aún para la Argentina, con sus fuertes tensiones domésticas, el escenario del 2012 puede no ser peor que el del 2009 debido a los valores de sus exportaciones de commodities y tal vez la reaparición de algún tipo de crédito externo.

---

<sup>2</sup> World Economic Outlook, IMF.

<sup>3</sup> Según el FMI las tasas serían 4,5 y 4,1 % respectivamente

<sup>4</sup> 4,6 % para el FMI

<sup>5</sup> Resultados del REM (Relevamiento de expectativas de mercado), BCRA.

Parecería demostrarse además, que el público del hotel es relativamente inmune al riesgo sistémico argentino.

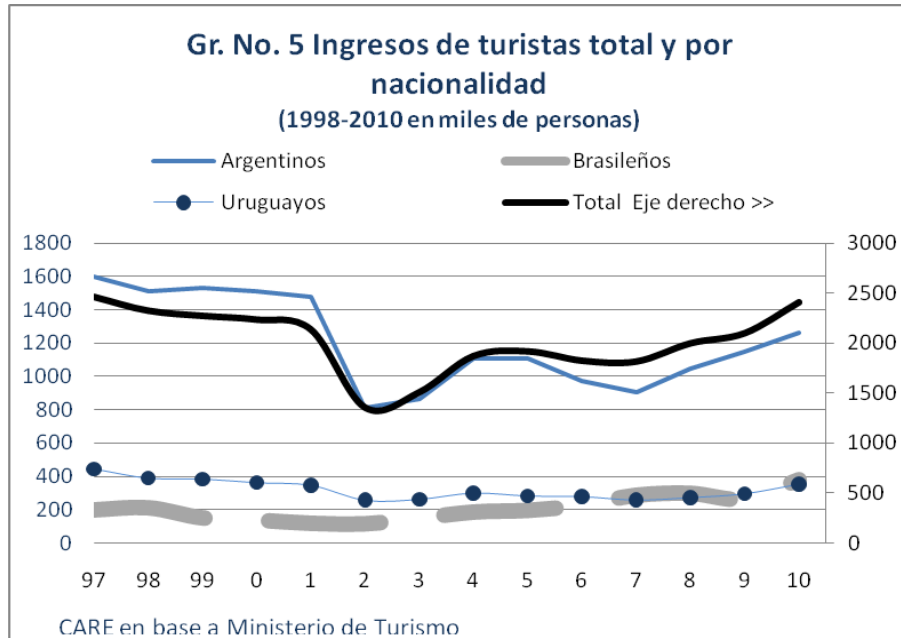
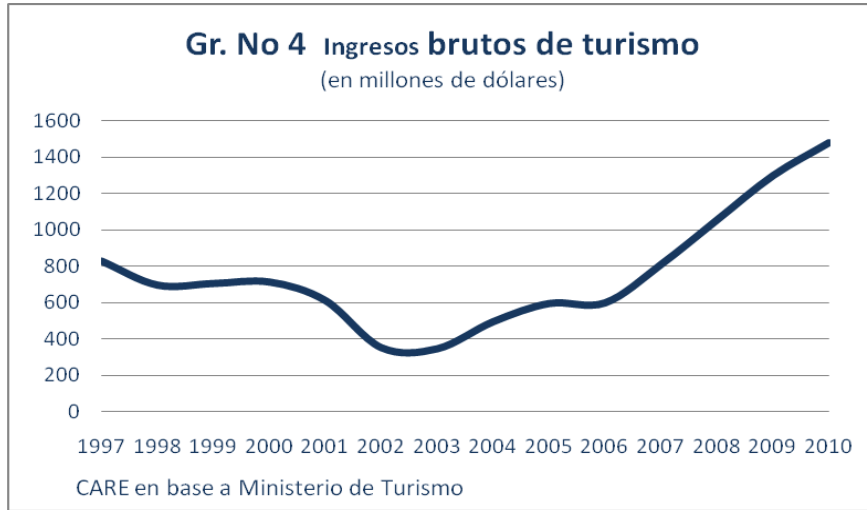
Con respecto a nuestro país no pueden esperarse sorpresas ni en el crecimiento, ni en el déficit público, ni en la inflación. Y en este contexto por tanto no cabe esperar que se afecte la corriente de turistas uruguayos (45,4 % del total en 2010). La estimación oficial de crecimiento lo sitúa a éste en 4,5 % para el 2011, y en el 4 % hasta el 2015. La de inflación se sitúa en valores entre el 5 y el 6 %. Aunque estos valores parece difícil se concreten, no hay elementos que permitan suponer un desequilibrio interno fuerte; incluso las tensiones políticas recientes dentro del gobierno no van en general en esa línea. Al mismo tiempo puede suponerse que esas tensiones inflacionarias alienten una política monetaria con caída del tipo de cambio real, lo que puede introducir alguna tensión por el lado de los costos, pero a la vez puede incrementar algún tipo de demanda de alojamientos. Las estimaciones de crecimiento e inflación realizadas por expertos y divulgadas por el BCU estiman para el 2011 un crecimiento del 5,3 % (mediana); y en cuanto a la inflación estiman valores para los próximos dos años de 6,85 y 6,5 bastante en línea con la idea oficial, con la que el gobierno parece comprometido.

<b>Cuadro No. 6 PIB Proyección del crecimiento anual</b>		
En % var. s/año previo	2011	2012
Uruguay	4.5	4.1
Argentina	5.4	2.6
Brasil	4.5	4.1
Fuente: varias, consultar texto		

## **2. La situación del sector de hotelería en Uruguay**

Los ingresos brutos por concepto de turismo vuelven a crecer en el 2010, en este caso un 14 %; y el número de turistas, que crece un 15 %, casi iguala el récord del año 1997 (Gráfica 5).

La hotelería nacional continúa el proceso de crecimiento posterior a la crisis en la que cayó en los años 2002 y 2003, haciéndolo un 13,37 % respecto del año 2009. (Véase nuevamente Gráfica 2).



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 es diferente a la que se da a nivel nacional respecto del ingreso de turistas. En efecto los argentinos, que fueron en el 2010 el 52,4 % del total, para el hotel son el 44 %; los brasileños que a nivel nacional representan el 15,7 %, en el Quiroga supusieron el 4,64%. Los uruguayos finalmente, que significaron cerca del 15 % a nivel nacional, en el Quiroga fueron el 45,4 % de los pasajeros, la mayoría.

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 se presenta sin dificultades fuertes. 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. Y además no debe olvidarse que este fenómeno cambiario de no ser extremo, probablemente favorece la demanda de uruguayos, hoy mayoritaria. En definitiva la probabilidad de recibir afectaciones serias a partir del entorno macroeconómico, con perjuicios severos, es baja.

*Riesgo políticas públicas.* En este caso el énfasis se ha centrado en dos aspectos: en el mantenimiento de las reglas de juego, tanto de la concesión original como de los beneficios tributarios, y en la libertad en la fijación de tarifas. Este riesgo parece altamente improbable. Por otra parte el cumplimiento con los compromisos derivados de la concesión y de la propia ley de inversiones fortalecen esta perspectiva.

## SECCIÓN VI. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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+ y de la escala del Manual de CARE. Se trata de una calificación de grado inversor <sup>6</sup>.

Comité de Calificación

Ing. Julio Preve

Cra. Raquel Vázquez

Timbre en  
original

---

<sup>6</sup> BBB. Se 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. La inclusión del signo + indica que la calificación se acerca más a la categoría superior.