

Runtuna S.A.

Informe Integral

Calificaciones

Obligaciones Negociables Serie 1 por hasta US\$ 8 millones

BBB(uy)

Perspectiva
Estable

Resumen Financiero

	31/12/11	31/12/10
Total Activos (US\$ miles)	14.374	14.701
Total Deuda Financiera (US\$ miles)	8.380	9.643
Ingresos (US\$ miles)	4.346	1.499
EBITDA (US\$ miles)	553	-706
Deuda/ EBITDA	15.2	n.a.
Flujo de caja operativo -FCO (US\$ miles)	-580	-1.360

Informes relacionados

[Corporate Rating Methodology, Agosto 12, 2011 \(1\)](#)

[Manual de calificación registrado ante el BCU.](#)

Analistas

Fernando Torres
5235 8124
fernando.torres@fitchratings.com

Gabriela Catri
5235 8129
gabriela.catri@fitchratings.com

Factores relevantes de la calificación

Evolución conforme a lo previsto: En 2011 las principales variables monitoreadas por Fitch evolucionaron de acuerdo a lo estimado originalmente. La compañía concretó operaciones de venta de 70 lotes por un monto de US\$ 6.1 MM. En el ejercicio comenzó a registrar EBITDA positivo por US\$ 553 miles. En cuanto a las inversiones, está completando el plan de obras por US\$ 4.1 MM contemplado al momento de la emisión de las ONs.

Fundamentos positivos del plan de negocios: La calificación considera la experiencia de los sponsors en el desarrollo de clubes de campo, el importante reconocimiento de mercado de los proyectos de "La Tahona", el stock de lotes disponibles para la venta y las perspectivas de crecimiento de la demanda de proyectos de clubes de campo en Uruguay. La estrategia de Runtuna contempló la adquisición de tierras linderas a los proyectos en desarrollo, para sumar nuevos barrios con una oferta diferenciada

Flujo de fondos creciente: Fitch estima un crecimiento en el flujo de fondos derivado de la consolidación de los nuevos barrios. Para 2012 se estima un importante aumento en el EBITDA que superaría los US\$ 2.5 MM. El EBITDA podría ser aún mayor de obtenerse la aprobación definitiva del proyecto "Viñedos de La Tahona" que permita completar las escrituraciones pendientes. El flujo de fondos se ve presionado durante los primeros años en función del plan de inversiones. En un contexto recesivo las inversiones podrían retrasarse.

Riesgo de liquidez: La estructura de la emisión con amortizaciones fijas de capital e intereses frente a un flujo de fondos volátil, genera un riesgo de iliquidez ante un año bajo de ventas. La dependencia de aprobaciones gubernamentales en los nuevos barrios para incrementar las cobranzas acrecienta el riesgo de liquidez. Como mitigantes se tiene en cuenta la posibilidad de postergar una cuota de capital. Fitch prevé adecuadas coberturas de servicio de deuda con EBITDA que en promedio se ubicarían en alrededor de 3x, mientras que en un escenario sensibilizado se estiman en 1x.

Ciclicidad del mercado inmobiliario: Entre los principales riesgos que enfrenta Runtuna se encuentra la falta de previsibilidad respecto de la demanda futura y la volatilidad del flujo de fondos, característica del mercado inmobiliario. La compañía requiere alcanzar un volumen de ventas y precios superior a los niveles históricos para afrontar sus servicios de deuda e inversiones previstas. Se estiman ventas de entre 60 y 70 lotes anuales.

Fortaleza de la garantía: Las ONs se encuentran garantizadas a través de un Fideicomiso al que se ceden inmuebles y/o créditos considerados a un valor de descuento. Al tratarse de lotes disponibles para la venta considerados a un valor de liquidación, el acreedor cuenta con una posibilidad de recupero ante un incumplimiento. A su vez, con el avance de las ventas la compañía podría generar una cartera de créditos que le brinde una mayor estabilidad al flujo de fondos y una mayor liquidez a la garantía.

Factores que podrían derivar en un cambio de calificación

Evolución del nivel de ventas: Una suba en la calificación podría originarse al comprobarse una tendencia de ventas en un nivel superior al proyectado por Fitch, acompañada por la generación de una cartera de créditos que le de mayor estabilidad al flujo de fondos. Por el contrario, una baja pronunciada de ventas ante un contexto recesivo, que presione sobre las coberturas de servicios de deuda de Runtuna, podría derivar en una baja en la calificación.

Liquidez y estructura de capital

Adecuada estructura de capital: La compañía posee bienes inmuebles valuados en US\$28.8 MM, estimándose una relación deuda financiera/valor de inmuebles del 29% a dic'11, el cual asciende al 43% considerando el valor de remate de los inmuebles. Runtuna cuenta con lotes disponibles para la venta por un valor de aproximadamente US\$ 16 MM frente a una deuda financiera de US\$ 8.4 MM.

Perfil del negocio

Runtuna S.A. es una sociedad constituida en Uruguay en 2007 para actuar como compañía holding que consolide las sociedades bajo las cuales se desarrolla el emprendimiento inmobiliario denominado "La Tahona". La Tahona surgió en 1993 como uno de los primeros Clubes de Campo de Uruguay, y actualmente se destaca por su reconocimiento y desarrollo. Está ubicado en el Departamento de Canelones, a 20 minutos de Montevideo, 10 minutos de ZonAmérica y 5 minutos del Nuevo Aeropuerto de Carrasco.

La estrategia de la compañía se basa en expandir su oferta de lotes y clubes de campo a través de una oferta multi-producto para lo cual adquirió activos estratégicos en zonas linderas. Actualmente, cuenta con los clubes de campo Lomas de la Tahona y Altos de la Tahona, y se encuentra desarrollando nuevos barrios temáticos en terrenos aledaños a los proyectos existentes. En 2011 avanzó en el desarrollo de Chacras de La Tahona I y Viñedos de La Tahona, mientras que hacia adelante realizará los desarrollos de Chacras de la Tahona II y Lomas de La Tahona II.

El proyecto contempla un total de 337 hectáreas de tierras, de las cuales los metros cuadrados a comercializar ascenderán a aproximadamente 1.2 millones distribuidos en alrededor de 600 lotes y chacras. El total de ventas se estima en más de US\$ 70 MM hasta 2018. El mercado objetivo es el de habitantes de Montevideo con un perfil de ingresos alto y medio-alto, y a la vez existe un importante componente de extranjeros que principalmente trabajan en Zonamérica. La principal fortaleza de La Tahona surge de la marca y la infraestructura ya desarrollada. A su vez, el campo de Golf funciona como una barrera de entrada para nuevos competidores.

El proyecto fue iniciado por la Compañía de Inversiones de Montevideo liderada por Felix Leandro Añón, la cual desarrolló una importante experiencia en el mercado inmobiliario en Uruguay. Luego de un desarrollo de más de 15 años, con el ingreso de un nuevo accionista Roberto Vivo en 2007, el grupo planificó una nueva estrategia de expansión para los próximos 10 años. En función de esta estrategia la compañía contrató asesores externos para definir su plan comercial y realizar un estudio de mercado, el cual identificó una importante demanda para este tipo de proyectos. En 2009 se integró un nuevo grupo de inversores con un 10% del paquete accionario que aportaron US\$ 1 MM en efectivo y tierras linderas al actual emprendimiento por un valor de US\$ 1.3 MM. A partir de 2010 con la concreción de la adquisición de las nuevas tierras y la emisión de ONs para financiar las obras de expansión, la compañía realizó el relanzamiento global del proyecto a través de los distintos barrios en desarrollo y a desarrollar.

Estructura societaria

Para el desarrollo de la nueva estrategia se crearon tres compañías operativas controladas por Runtuna S.A., bajo las cuales se opera el desarrollo de los distintos barrios. La alocaación de activos se realizó en función del grado de avance de cada uno de los clubes de campo:

- Fitrey S.A. es propietaria de los proyectos ya desarrollados y en desarrollo denominados "Lomas de La Tahona I" y "Altos de La Tahona". El fraccionamiento de lotes de estos proyectos se encuentra aprobado bajo la Ordenanza Municipal para Clubes de Campo de la Intendencia Municipal de Canelones y los lotes remanentes se encuentran listos para la venta.
- Moraine S.A. es propietaria de los proyectos que se encuentran en desarrollo actualmente: "Viñedos de La Tahona" (pre-aprobación obtenida en ene'11 y está pendiente la aprobación definitiva de los planos, etapa 1 y 2 desarrolladas); y "Chacras de La Tahona I" (fraccionamiento de chacras rurales desarrollado en 2011, cuenta con las autorizaciones necesarias).
- Elysen S.A. es propietaria del proyecto que se denominará "Lomas de La Tahona II", lindero a "Lomas de La Tahona I" y del fraccionamiento de chacras rurales denominado "Chacras de La Tahona II", ambos a desarrollarse en una próxima etapa. Estas tierras fueron adquiridas e incorporadas al proyecto durante 2010 y el pre-lanzamiento está previsto para 2012. Teniendo en cuenta el éxito en la venta de Chacras I, la compañía podría destinar más tierras a chacras de las que correspondían a Lomas de La Tahona II.

Operaciones

En 2010 se produce el relanzamiento del proyecto, en el cual la compañía contempla un agresivo plan de ventas de entre 70 y 100 lotes por año. En 2010 y 2011 se cumplieron los objetivos de ventas a través de las operaciones de reserva (96 lotes en 2010 y 70 en 2011).

En algunos casos, especialmente en Viñedos de La Tahona, no se llegaron a escriturar las ventas debido a que resta la aprobación definitiva por parte de la Intendencia de Canelones. Al momento de la reserva la compañía cobra un 10% en concepto de seña. Estas operaciones no se contabilizan en los Estados Contables como ingresos, con lo cual las ventas del ejercicio contabilizadas son inferiores a las operaciones realizadas. Una vez obtenida la aprobación, la escrituración de los 73 lotes vendidos le generará un resultado extraordinario a la compañía. Al momento de la escrituración existen US\$4.66 MM a cobrar por las operaciones reservadas. El cliente puede decidir el esquema de pago al momento de la escritura. Esto puede significar una importante cartera de créditos o un ingreso de liquidez significativo para la compañía dependiendo de lo que opten los clientes.

Fitch entiende que el volumen de ventas anual podría mantenerse en torno a los 60/70 lotes, el cual se encuentra por encima de las ventas históricas de los proyectos Lomas de La Tahona y Altos de La Tahona, que en promedio registraron ventas por 41 lotes al año en el período anterior a la crisis de 2001. Con la crisis las ventas disminuyeron fuertemente. Hacia adelante, las ventas estimadas se sustentan en la ampliación y diferenciación en la oferta de lotes, el aumento de la demanda por clubes de campo en Uruguay y el reconocimiento y trayectoria del grupo. No obstante, la demanda por este tipo de proyectos es de escasa predictibilidad, a la vez que la volatilidad característica de la industria podría originar a futuro años de menores ventas ante un contexto recesivo.

Las operaciones de venta cerradas en 2011 ascendieron a US\$ 6.1 MM (US\$/m² 30.4) vs US\$ 5.6 MM (US\$/m² 43.5) de 2010. En 2011 las ventas se repartieron principalmente entre los proyectos Altos de La Tahona, Viñedos de La Tahona y Chacras de La Tahona. En el caso de Chacras las ventas superaron a las estimaciones. Considerando que las chacras cuentan con un precio por m² inferior al resto de los proyectos y con lotes superiores en tamaño, el precio promedio de ventas fue inferior al estimado. No obstante, en cada uno de los barrios se confirmó una tendencia creciente en los precios promedio.

Operaciones cerradas - Año 2011				
Urbanización	Cantidad de lotes	Total M2	US\$/m ²	Monto en US\$
Lomas de La Tahona	2	3.079	130,7	402.307
Altos de La Tahona	25	29.754	62,2	1.850.062
Viñedos de La Tahona	21	26.099	62,3	1.624.904
Total Lotes	48	58.932	65,8	3.877.273
Chacras de La Tahona	22	142.902	15,8	2.253.121
Total Lotes + Chacras	70	201.834	30,4	6.130.394

Las escrituras realizadas en 2011 le permitieron mostrar ventas en los Estados Contables por US\$ 4.3 MM, y un EBITDA positivo de US\$ 553 miles, con un margen del 12.7%. Tanto las ventas como el EBITDA están en línea con las previsiones originales de Fitch. Del total escriturado, un 75% se vendió al contado y el resto financiado. Los créditos por ventas ascendieron a US\$ 1.6 MM, de los cuales US\$ 0.6 MM se cedieron al fideicomiso de garantía.

Análisis del sector / competencia

Los principales competidores de la compañía corresponden a los barrios jardines desarrollados en la zona de Carrasco (difieren de los barrios cerrados dado que el tránsito es abierto y los servicios son públicos) y otros barrios cerrados en Canelones. En Carrasco se evidencia una escasez de oferta de terrenos para el desarrollo de nuevos barrios y un importante aumento del precio de las tierras. Los barrios jardines de esta zona cuentan con precios más altos que los de La Tahona producto de su ubicación y su mayor cercanía de Montevideo. Hacia adelante, se espera que los precios en La Tahona muestre una tendencia creciente en función de la calidad del proyecto y la escasez de oferta disponible.

Construcción / Plan de Obras:

La compañía opera con el estudio de arquitectura "Estudio Armas Arquitectos" con el cual cuenta con una relación de largo plazo. El estudio se encarga desde el anteproyecto, el proyecto ejecutivo, la licitación, contratación y dirección de las obras. Por su parte, en el proyecto participan un importante número de asesores reconocidos en cada una de las áreas: agrimensura, energía eléctrica, impacto ambiental y saneamiento, proyecto paisajístico y golf.

La compañía contrata empresas constructoras especializadas en obras de caminería, saneamiento, agua potable, movimiento de suelos y obras civiles. Los contratos son a precio cerrado, ajustables por fórmulas paramétricas, y se pagan según avance de obras. Por el tipo de proyectos la compañía cuenta con cierta flexibilidad para avanzar con las obras, las cuales se fraccionan por etapas y su velocidad depende en parte del avance de las ventas.

El proyecto lanzado en 2010 contemplaba inversiones en obras de urbanización por un total de US\$ 9 MM de las cuales US\$ 7.7 MM se estimaban para los primeros tres años. La compañía presentó un plan de obras a financiar con los fondos de las ONs por US\$ 4.1 MM a ejecutar en un período de 15 meses desde la fecha de emisión. La emisión contempló un Fideicomiso de Administración a través del cual se liberan los fondos para cada una de las compañías operativas para realizar las obras de acuerdo al plan presentado y al avance de las obras.

A la fecha, la compañía prácticamente completó el plan de obras estipulado en la emisión con una demora de aproximadamente seis meses. El último desembolso por US\$ 655 miles se realizó el 6/12/11, y se esperan completar las obras en el mes de mayo. A dic'11 el grado de avance alcanzaba el 84%. El resto de las inversiones contempladas en el plan de negocios se prevé financiar con la generación de fondos interna de los proyectos. Las mismas incluyen el desarrollo de la tercera etapa de Viñedos de La Tahona y los emprendimiento Lomas de La Tahona II y Chacras de La Tahona II. Estas inversiones no son mandatorias y pueden demorarse ante necesidades puntuales de liquidez, o ventas inferiores a las previstas.

El riesgo de construcción se considera moderado dada las características de las obras y la experiencia de la compañía y del estudio de arquitectura en el desarrollo de obras de este tipo. La concentración de las obras en los primeros años reduce la exposición a variaciones en los costos del mercado.

Perfil financiero

La estrategia financiera de la compañía se basa en la financiación vía la emisión de ONs de las inversiones iniciales necesarias para el relanzamiento del proyecto y el desarrollo de los nuevos barrios. Una vez que los proyectos alcancen un importante ritmo de ventas, la generación interna de fondos le permitiría completar las inversiones y repagar la deuda financiera.

Históricamente la compañía se financió con aportes de capital de los accionistas, ventas de lotes y endeudamiento para financiar la adquisición de tierras. En ene'10 obtuvo un préstamo puente por US\$ 3 MM con el Nuevo Banco Comercial S.A. Este préstamo fue utilizado para cancelar parte de la deuda por la compra de las tierras de Altos de La Tahona por US\$ 1.4 MM, para adquirir los terrenos correspondientes a La Tahona fase II por US\$1.4 MM y para obras. El préstamo puente se canceló con los fondos de la emisión de ONs.

A dic'11 la deuda ascendía US\$ 8.4 MM, la cual contempla principalmente la emisión de ONs por US\$ 8 MM. En dic'11 la compañía canceló el préstamo con accionistas por US\$ 1 MM. A esa fecha la compañía contaba con un saldo de caja e inversiones corrientes por US\$ 733 miles.

El plazo de vencimiento de las ONs es de 8 años, con dos años de gracia, y cuotas de capital semestrales iguales y consecutivas a abonar entre el 15/12/2012 y el 15/12/2018. Los intereses se pagan semestralmente desde el 15/12/10 a una tasa fija del 7% anual. Las ONs cuentan con la fianza solidaria de las tres compañías subsidiarias de Runtuna S.A. Se encuentran garantizadas a través de un Fideicomiso al que se ceden inmuebles y/o créditos considerados a un valor de descuento, lo cual le otorga fortaleza a la emisión. A la fecha,

los bienes cedidos valuados con los descuentos estipulados cubren en 1.6x el saldo de las ONs.

La estructura de capital actual y futura de la compañía se considera adecuada en función de un nivel de deuda conservador respecto del valor de mercado de sus activos. Según una tasación reciente, la compañía posee bienes valuados en US\$ 28.8 MM, estimándose un LTV (Loan to value, o deuda financiera/valor de los inmuebles) del 29% a dic'11, el cual asciende al 43% considerando el valor de remate de los inmuebles.

En el ejercicio 2011 el EBITDA fue positivo en US\$ 0.5 MM. Los indicadores crediticios para el ejercicio 2011 se mantienen débiles, tal lo presupuestado originalmente. En este sentido, se considera que el proyecto se encuentra en una etapa de expansión, y que gran parte de las operaciones correspondieron a boletos de reserva, con lo cual no se contabilizaron las ventas en el balance. Hacia delante, Fitch prevé un EBITDA creciente a partir de precios que se esperan vayan convergiendo a niveles más altos a medida que madure el proyecto. Fitch asume coberturas de servicio de deuda con EBITDA de alrededor de 3x en un escenario de ventas promedio de 60 lotes por año. En un escenario sensibilizado el flujo resiste un estrés importante a partir de 2014 cuando las ventas podrían disminuir hasta un mínimo de 30 lotes y registrar coberturas de 1x. El flujo de fondos se ve presionado durante los primeros años en función del programa de inversiones.

Anexo I. Resumen Financiero

Resumen Financiero - Runtuna S.A.

(miles de USD, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras consolidadas	2011	2010	2009
Rentabilidad			
EBITDA Operativo	553	(706)	268
Margen de EBITDA	12,7%	(47,1)	45,5
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	8,9%	(4,6)	7,9
Margen del Flujo de Fondos Libre	-25,1%	(424,2)	58,6
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	-3,4%	(17,0)	30,4
Coberturas			
FGO / Intereses Financieros Brutos	1,5	(1,7)	
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	0,7	(1,9)	
EBITDA / Servicio de Deuda	0,3	(0,4)	0,1
FGO / Cargos Fijos	1,5	(1,7)	
FFL / Servicio de Deuda	(0,2)	(3,5)	0,1
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,2	(1,8)	0,3
FCO / Inversiones de Capital	(1,1)	(0,3)	3,8
Estructura de Capital y Endeudamiento			
Deuda Total Ajustada / FGO	7,4	(15,1)	6,8
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	15,2	(13,7)	11,8
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	13,8	(9,5)	9,3
Costo de Financiamiento Implícito (%)	8,4%	5,9	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,1	0,1	1,0
Balance			
Total Activos	14.374	14.701	6.104
Caja e Inversiones Corrientes	733	2.907	681
Deuda Corto Plazo	1.020	1.307	3.035
Deuda Largo Plazo	7.360	8.336	133
Deuda Total	8.380	9.643	3.168
Deuda asimilable al Patrimonio	0		
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	8.380	9.643	3.168
Deuda Fuera de Balance	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	8.380	9.643	3.168
Total Patrimonio	4.367	4.272	2.759
Total Capital Ajustado	12.747	13.915	5.927
Flujo de Caja			
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	378	(1.018)	469
Variación del Capital de Trabajo	(958)	(342)	0
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(580)	(1.360)	469
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0
Inversiones de Capital	(510)	(4.999)	(124)
Dividendos	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(1.090)	(6.359)	345
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	(70)	0	(5.161)
Otras Inversiones, Neto	0	0	0
Variación Neta de Deuda	(1.256)	6.091	3.169
Variación Neta del Capital	241	2.495	2.328
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0
Variación de Caja	(2.175)	2.227	681
Estado de Resultados			
Ventas Netas	4.346	1.499	589
Variación de Ventas (%)	189,9%	154,5	
EBIT Operativo	553	(706)	268
Intereses Financieros Brutos	754	381	0
Resultado Neto	(148)	(598)	419

Anexo II. Glosario

(1) Corporate Rating Methodology: Metodología de Calificación de Empresas, disponible en www.fitchratings.com

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo
- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance

Anexo III. Características de las Obligaciones Negociables

El 8/07/2010 la compañía emitió Obligaciones Negociables por US\$ 8 MM en el marco de un Programa de US\$ 15 MM. Los fondos se utilizaron en la cancelación del préstamo puente por US\$ 3 millones otorgado por el Nuevo Banco Comercial S.A., y el resto se está destinando a ejecutar el plan de obras y pagos contemplado en el Prospecto de Emisión.

El vencimiento es a 8 años de la fecha de emisión, cuenta con dos años de gracia para el pago de capital, el cual se abonará a través de cuotas de capital semestrales iguales y consecutivas a abonar entre el 15/12/2012 y el 15/12/2018. Los intereses se pagan semestralmente desde el 15/12/10 a una tasa fija del 7% anual. Al momento de la emisión se reservaron los fondos para el pago de las dos primeras cuotas de intereses. Las Ons cuentan con la garantía de un Fideicomiso de Garantía, un Fideicomiso de Administración que rige la aplicación de los fondos, y una fianza solidaria de las tres compañías operativas subsidiarias de Runtuna S.A.

Cláusula de diferimiento de capital: la compañía cuenta con la posibilidad de postergar en forma automática una cuota de capital. Este vencimiento se adicionará a la última cuota de capital prevista, aunque puede cancelarse anticipadamente a opción del emisor. Esta cláusula podrá ser ejercida por una única vez a lo largo de la vida de las ONs y no requiere de ninguna autorización por parte de los obligacionistas o sus representantes. Su ejercicio no supondrá un incumplimiento de las obligaciones asumidas por el emisor en el Fideicomiso de Garantía.

Las ONs cuentan con la opción de rescate anticipado a partir del cuarto año de la emisión a un valor de rescate superior al valor nominal estipulado en el prospecto de emisión, el cual varía a medida que se acerca al vencimiento final de los títulos.

Covenants

- **Endeudamiento.** Ratio de endeudamiento definido como deuda financiera/activos inferior al 65% para 2010 y 2011, y 50% a partir de 2012.
- **Pari Passu.** Las obligaciones asumidas por el emisor estarán en todo momento, cuando menos en un mismo grado de preferencia que las demás deudas financieras no garantizadas contraídas o que contraiga en un futuro el Emisor.
- **Cobertura de Servicio de Deuda.** El emisor deberá mantener un ratio de cobertura de servicio de deuda al cierre de su ejercicio anual que: i) deberá ser mayor o igual a 1,25 para el año 2012, ii) mayor o igual a 1,5 para el año 2013 y iii) mayor o igual a 2 desde el año 2014 hasta el vencimiento.
- **Dividendos.**
 - i) El emisor no podrá distribuir dividendos en efectivo durante el período de gracia de las Obligaciones Negociables.
 - ii) El emisor no deberá pagar dividendos en efectivo que superen el 50% de los resultados acumulados para los ejercicios 2012 y 2013, 60% de los resultados acumulados para los ejercicios 2014 y 2015, y 100% de los resultados acumulados para los ejercicios 2016 y 2017.

Adicionalmente, para poder distribuir dividendos deberá cumplir con determinados ratios específicos de cobertura de deuda y liquidez. Asimismo, para el caso que ejerza la posibilidad de postergación de una cuota de amortización de capital, el emisor no podrá distribuir dividendos hasta que dicha cuota sea cancelada.

Fideicomiso de Administración: fue conformado por los fondos de la emisión de ONs, netos de gastos y comisiones, menos US\$ 3 MM que corresponden al pago del préstamo puente, menos los desembolsos solicitados. El objeto del fideicomiso es garantizar que los fondos se apliquen efectiva y exclusivamente a los pagos y a la urbanización de los inmuebles según surge del Plan de Obras y Pagos del Prospecto de Emisión.

El Fiduciario procedía a efectuar cada uno de los desembolsos que solicitó periódicamente Runtuna S.A. verificando previamente que: 1) los fondos ya desembolsados se hayan aplicado según el destino específicamente declarado en la solicitud de desembolso correspondiente y de acuerdo al Plan de Obras y Pagos (certificado de Cumplimiento) y hayan sido destinados al Proyecto; 2) el Desembolso solicitado corresponda al Plan de Obras

y Pagos (solicitud de desembolso autorizada por el profesional independiente que corresponda).

En Dic'11 se realizó el último desembolso por un total de US\$ 655 miles.

Fideicomiso de Garantía: al fideicomiso de Garantía se transfieren los bienes inmuebles y se ceden los créditos para garantizar el pago de las ONs; eventualmente, la garantía podrá estar integrada por dinero y/o por las inversiones de fondos líquidos. La propiedad fiduciaria asegura el cumplimiento y pago puntual de los montos que se adeuden bajo el préstamo puente, y bajo las Obligaciones Negociables. El fiduciario es The Winterbotham Trust Company.

En caso de producirse un evento de incumplimiento, el fiduciario deberá: i) comunicar a los Beneficiarios o sus representantes, ii) no liberar bienes fideicomitados aún cuando se exceda la relación que se debe mantener, iii) continuar recibiendo los créditos cedidos en la cuenta recaudadora, iv) realizar las inversiones permitidas, y v) actuar conforme a lo que dispongan los Beneficiarios a través de la BVM (Bolsa de Valores de Montevideo) en su calidad de Representante de los Obligacionistas.

Una vez que el Fiduciario reciba las instrucciones de los Beneficiarios y/o sus representantes según corresponda, deberá entregar al Agente de Pago los fondos que se encuentren disponibles en las cuentas del Fideicomiso (exceptuando los fondos de la Cuenta de Gastos) para que éste los distribuya entre los Beneficiarios, y posteriormente procederá a la venta de los Inmuebles en caso que los beneficiarios lo dispusieren.

Los Fideicomitentes contarán con 60 días para subsanar el incumplimiento referido en la notificación, cumplido este plazo y mantenida la situación de incumplimiento, se citará exclusivamente a los Beneficiarios a una venta privada con quince días hábiles de anticipación, en la que se podrán compensar Obligaciones Negociables por los inmuebles que integren la garantía.

En caso que los Beneficiarios no opten por ejercer su derecho de compensación o si lo hicieren y si aún hubiere saldo adeudado, el Fiduciario notificará al martillero que haya designado para que proceda a tasar los inmuebles dentro del plazo de cinco días hábiles a contar desde el vencimiento del referido plazo. La venta de los inmuebles por parte del fiduciario se realizará por subasta pública.

Pagos del fideicomiso: 1) pago de cualquier gasto del fideicomiso o para completar la cuenta de gastos; 2) pago de los saldos adeudados bajo el préstamo o las ONs; 3) si existiera remanente el mismo se destinará a los Fideicomitentes.

Relación entre los Bienes Fideicomitados y el Saldo Adeudado: deberá existir en todo momento una relación de uno a uno contabilizando: 1) los inmuebles al 44% de su valuación; 2) los créditos cedidos al 78% de su valor nominal siempre que el adquirente no haya dejado de pagar 3 cuotas consecutivas; 3) dinero en efectivo al 100% y 4) fondos líquidos a su valor de mercado. A dic'11 esta relación ascendía a 1.58x la deuda, y se conformaba en un 96% por inmuebles.

Los Fideicomitentes podrán solicitar al Fiduciario la liberación de parte de los Bienes Fideicomitados y el mismo estará obligado a proceder a la respectiva liberación siempre que el remanente de los Bienes Fideicomitados guarden la Relación, y siempre que en la Cuenta de Pagos y en la Cuenta de Gastos se encuentre el dinero que en ellas se requiere al momento de solicitarse la liberación. Se realizarán Valuaciones de los Inmuebles que integran los Bienes Fideicomitados como mínimo una vez al año. En la cuenta de pagos debe aportarse un sexto por mes del importe a pagar por las ONs en el próximo vencimiento.

Agente Organizador: Posadas & Vecino Negocios

Representante de los Obligacionistas y Entidad Registrante: Bolsa de Valores de Montevideo

Agente de Pago: Nuevo Banco Comercial S.A.

Asesor Legal de la Emisión: Posadas, Posadas & Vecino Abogados

Asesor Legal del Emisor: Guyer & Regules

Auditor Contable del Emisor: Grant Thornton

Ley y jurisdicción aplicable: República Oriental del Uruguay

Anexo IV. Dictamen de calificación.

Fitch Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.

El Consejo de Calificación de Fitch Uruguay Calificadora de Riesgo S.A., reunido el 27 de abril de 2012 confirmó en **Categoría BBB(uy)** a las Obligaciones Negociables Serie 1 por hasta US\$ 8 millones emitidas por **Runtuna S.A.** bajo el Programa de Obligaciones Negociables por hasta US\$ 15 MM. La Perspectiva es Estable.

CATEGORÍA BBB(uy): "BBB" nacional implica una adecuada calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas tienen una mayor probabilidad de afectar la capacidad de pago en tiempo y forma que para obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

Las calificaciones nacionales no son comparables entre distintos países, por lo cual se identifican agregando un sufijo para el país al que se refieren. En el caso de Uruguay se agregará "(uy)".

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade.

La Perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. La Perspectiva puede ser positiva, negativa o estable. Una perspectiva negativa o positiva no implica que un cambio en la calificación sea inevitable. Del mismo modo, una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen.

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente, por lo tanto no es Categoría E.

Fuentes

- Balances generales auditados al 31/12/2011.
- Auditor externo a la fecha del último balance: Grant Thornton.
- Información de gestión suministrada por la compañía.
- Prospecto del Programa de Emisión de Obligaciones Negociables.

Las calificaciones antes señaladas fueron solicitadas por el emisor, o en su nombre, y por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

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

Derechos de autor © 2012 por Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004 Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

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