

Runtuna S.A. (Runtuna)

Informe Integral

Calificaciones

Emisor **A(uy)**
 Obligaciones Negociables Serie 2 por hasta US\$ 20 millones **A(uy)**

Perspectiva **Negativa**

Resumen Financiero

Consolidado (USD miles)	Dec-19 12 meses	Dec-18 12 meses
Total Activos	50.246	44.555
Deuda Financiera	32.435	24.729
Ingresos	7.122	8.371
EBITDA	2.801	3.158
EBITDA (%)	39,3	37,7
Deuda Total / EBITDA	11,6	7,8
Deuda Neta Total / EBITDA	10,5	7,7
EBITDA / Intereses	1,7	1,4

*El EBITDA está afectado por el método de contabilización de las ventas, las cuales se reconocen cuando se entregan las unidades en lo tes y según el avance de obra en los PH.

Informes relacionados

Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en www.bcu.gub.uy

Analista Principal

Gabriela Curutchet
 Director Asociado
 +54 11 5235 8122
gabriela.curutchet@fixscr.com

Analista Secundario

Pablo Andrés Artusso
 Director Asociado
 +54 11 5235 8121
pablo.artusso@fixscr.com

Responsable del Sector

Cecilia Minguillon
 Director Senior
 +54 11 5235 8123
cecilia.minguillon@fixscr.com

Factores relevantes de la calificación

Perspectiva Negativa: FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX – confirma las calificaciones de Runtuna S.A. (Runtuna) en A(uy) y revisa la Perspectiva a Negativa desde Estable. La revisión de la perspectiva refleja la expectativa de que el flujo operativo podría estar afectado por la disrupción económica relacionada con el COVID-19, que ha afectado severamente la mayoría de las actividades no esenciales. Asimismo, la continuidad de la incertidumbre acerca de la recuperación de la actividad inmobiliaria podría implicar que Runtuna no sea capaz de retornar a los niveles de actividad y monetización previstos antes de fines de 2021. La confirmación de la calificación está basada en la holgura de las métricas de la compañía y el valor de mercado de sus activos fijos que más que duplican el valor de sus pasivos financieros.

Concentración de contrapartes eleva riesgo de cobranzas: FIX considera la concentración de contraparte a partir de 2017, a partir de la venta de terrenos a desarrolladores de proyectos con un esquema de cobranzas de largo plazo programadas en las fechas estimadas de concreción de los mismos. En todos los casos Runtuna cuenta con garantías hipotecarias sobre las tierras. A dic'19 Runtuna posee una cartera por cobrar de USD 18.1 millones, representando las cobranzas a desarrolladores el 70% de la misma (USD 12.8 millones), estando distribuidos en seis proyectos que individualmente conforman entre el 5% y 8% de la cartera. A su vez dos de los proyectos por un total de USD 3.6 MM pertenecen a accionistas minoritarios de Runtuna. En 2020, las cuentas por cobrar por desarrolladores están concentrados en un solo proyecto por USD 2.78 millones.

Sólida cartera de activos y avanzado desarrollo de sus proyectos: La calificación contempla la trayectoria comercial y operativa de Runtuna, el avanzado grado de desarrollo de sus proyectos, su plan de expansión y comercialización soportado por la revalorización de tierras en el mediano plazo. La compañía posee más de 250 has. comercializables cercanas a Montevideo, que a precios actuales representan activos por alrededor de USD 100 millones. La ubicación estratégica y los bajos precios de los proyectos relativo a otros barrios que son competencia, son factores que permiten comercializar sus proyectos con relativa rapidez. FIX considera el recupero gradual del sector, a partir del segundo semestre de 2020, el cual dependerá de las medidas gubernamentales y el impacto de las medidas económicas y monetarias de Uruguay.

Adecuado nivel de endeudamiento: A dic'20, la deuda de Runtuna ascendió a USD 32.4 millones de USD 24.4 millones en dic'18. El ratio de Loan to Value (LTV) resultó en 0.34x y el ratio de (EBITDA+créditos por cobrar)/ Servicio de Deuda 1.78x. El 100% del endeudamiento financiero se encuentra garantizado o con hipotecas o cesión de cuentas por cobrar. En un escenario estresado para 2020-2021 determinado por limitadas ventas de contado, cobranzas por USD 6.2 millones (de acuerdo al cronograma de cobranzas establecido) y reducidas inversiones, la compañía generará fondos suficientes para cancelar el vencimiento de la ON a partir de 2021 por USD 4.0 millones por año.

Sensibilidad de la calificación

La perspectiva negativa refleja el entorno operacional debilitado que podría impactar en los ingresos y monetización de los proyectos. Una baja de calificación podría darse ante un incremento del LTV producto de una menor monetización de sus activos que generen una mayor presión sobre la liquidez y el repago de las Obligaciones Negociables.

Liquidez y estructura de capital

Adecuada flexibilidad financiera: A dic'19, la caja en inversiones alcanzaba los USD 2.9 millones y poseía cuentas por cobrar por USD 18.1 millones, mientras que el servicio de deuda para 2020 se estima en USD 5.5 millones. FIX entiende que la compañía posee una adecuada liquidez para enfrentar su servicio de deuda en 2020-2021 y una adecuada flexibilidad financiera que le permite obtener acceso a endeudamiento bancario basado en el valor de sus activos.

Perfil del negocio

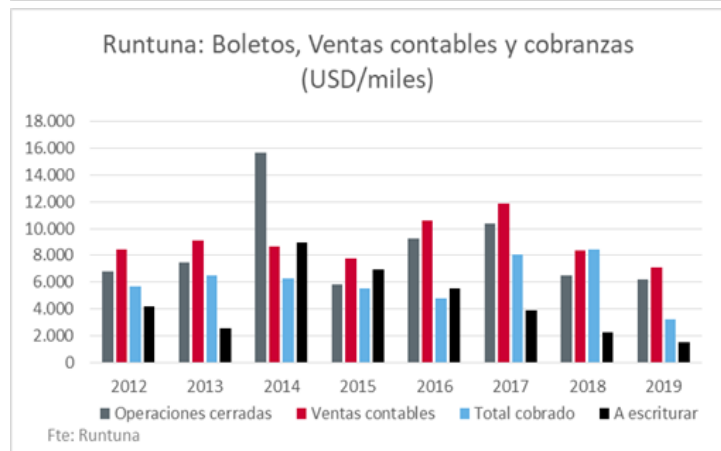
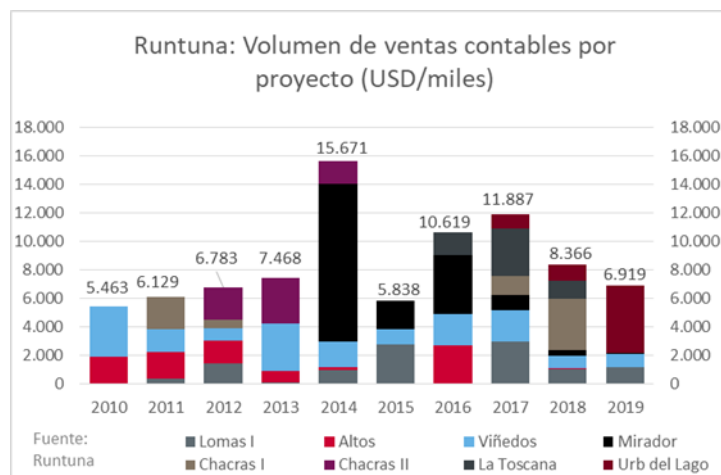
Runtuna S.A. es una sociedad constituida en Uruguay en 2007 que desarrolla el emprendimiento inmobiliario denominado “La Tahona”. La Tahona surgió en 1993 como uno de los primeros Clubes de Campo de Uruguay, y actualmente se destaca por su reconocimiento y desarrollo. Está ubicada en el Departamento de Canelones, a 20 minutos de Montevideo, 10 minutos de Zonamérica y 5 minutos del Nuevo Aeropuerto de Carrasco. En la actualidad viven más de 2000 personas en más de 900 casas construidas.

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. Los proyectos se segmentan en Barrios Cerrados (Suburbanos), Chacras (rural) y Propiedad Horizontal según la reglamentación aplicable.

A diciembre '19 Runtuna poseía 455.7 hectáreas con una superficie comercializable del 56.4%. A la fecha la compañía posee tierras por comercializar en lotes y chacras por 253 m2 que según los precios actuales representan USD 45.3 millones. Adicionalmente posee tierras para el desarrollo de propiedad horizontal (PH) por 89 mil m2 que representan USD 57.56 millones. En total el valor de las tierras comercializables de Runtuna bajo los actuales precios resulta en USD 102 millones.

Operaciones

Durante 2019 se cerraron operaciones de venta (boletos de reservas) por 17 unidades que representaron un monto de U\$S 6.1 millones, un 5% menor a 2018, y se registraron ventas contables (cierres notariales) por 11 unidades que reflejan unos U\$S 6.9 MM. Las ventas contables se centraron en los proyectos Lomas, Viñedos y Mirador, por otro lado se mantiene una cartera de 11 unidades por escriturar por un monto de U\$S 1.4 MM.



Adicionalmente a la venta de lotes para vivienda a partir de 2017, Runtuna comenzó a vender tierras para proyectos a desarrollar por inversores. Estos proyectos al 31/12/2019 suman cuentas por cobrar por USD 12.5 MM y representan 70% de la cartera de cuentas por cobrar. Los proyectos a ser realizados por terceros no requieren inversiones adicionales por parte de Runtuna ya que participa a través de la venta del lote y le permite comercializar a buen precio los lotes con una inversión mínima en tierras menos valiosas o marginales. La empresa opera en todos los casos con garantías hipotecarias sobre los créditos cedidos. En 2020 la cobranza de desarrolladores se encuentran concentradas en un solo proyecto por USD 2.78 millones.

Proyecto	Descripción	Fecha de venta	Monto a cobrar a 31/12/2019 (USD /miles)	% de Cuentas por cobrar
Terrazas de La Tahona	Edificio de propiedad horizontal en macrolote de Lomas de 13.874 m ²	2017	2.774	15.3%
Arbosana	Viviendas adosadas en el barrio Chacras de 2.75 hectáreas. Pendiente de aprobación por parte de la Intendencia.	2017	1.375	8%
Housing Olivos	Viviendas adosadas ubicado en un terreno lindero a Arbosana	2018	1.400	8%
P.H. Housing	Viviendas adosadas en un terreno de 5.0 Ha en el extremo de Chacras II, en un entorno rural. El trámite se encuentra pendiente de aprobación por parte de la Intendencia de Canelones.	2018	2.250	12%
Residencial Casa Hona	Construcción de un conjunto habitacional de salud para tercera edad. Los desarrolladores se encuentran elaborando el proyecto definitivo para presentar a la intendencia. El total de ventas era de USD 4.72 millones y a dic'19 se han cancelado USD 1.8 MM.	Diferentes etapas	2.610	14%
Oficinas La Tahona	Desarrollo de oficinas en 6 ha linderas al centro comercial (buscan la aprobación del predio como Zona franca).	2019	2.100	12%

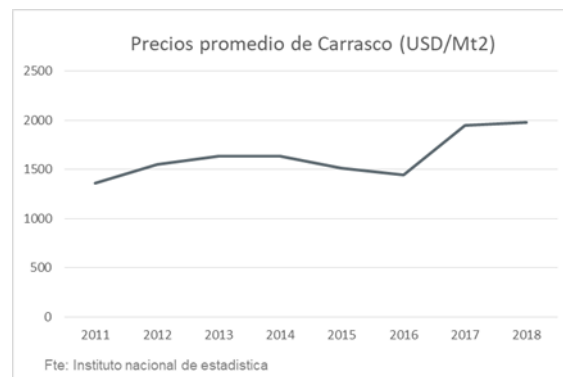
Desde 2010 el total de inversiones en obras de urbanización y adquisición de tierras superó los USD 20 MM. A la fecha, la mayor parte de las inversiones correspondientes a los proyectos desarrollados comercialmente ya fue realizada. El riesgo de construcción para el negocio de lotes, chacras y macrolotes se considera moderado dada las características de las obras y la experiencia de la compañía. A su vez, debido a que se tratan de ampliaciones de los proyectos existentes existen sinergias con las inversiones ya realizadas.

Posición competitiva

Runtuna se ubica en un mercado objetivo de habitantes de Montevideo con un perfil de ingresos alto y medio-alto, en el que además existe un importante componente de extranjeros que principalmente trabajan en Zonamérica. Los principales competidores de la compañía corresponden a los barrios desarrollados en la zona de Carrasco y otros barrios cerrados en Canelones. En Carrasco se evidencia una escasez de oferta de terrenos para el desarrollo de nuevos barrios y precios de tierras más elevados. La principal fortaleza de La Tahona surge de la marca y la infraestructura ya desarrollada, así como también de la ubicación estratégica de sus barrios. A su vez, los Campos de Golf en los barrios Lomas (18 hoyos) y Altos (9 hoyos par 3) funcionan como una barrera de entrada para nuevos competidores.

Riesgo del Sector

El desempeño del negocio inmobiliario está vinculado a la evolución de la actividad económica en cuanto a la demanda y nivel de precios. No obstante, en períodos de incertidumbre la inversión en bienes raíces puede actuar como reserva de valor. Al tratarse de proyectos de largo plazo, en su transcurso pueden variar las condiciones económicas (inflación, tipo de cambio, precios), y afectar la rentabilidad esperada de los emprendimientos. En los últimos años los precios continuaron la tendencia alcista sin embargo la demanda de viviendas se desaceleró.



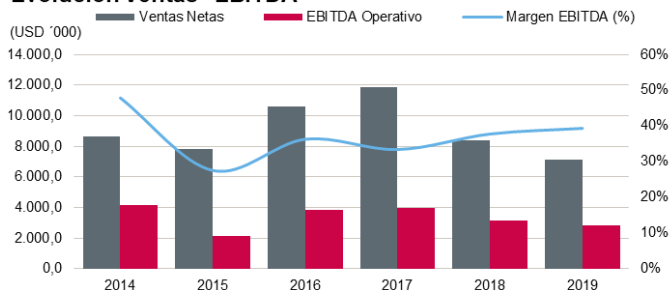
Factores de Riesgo

- Ciclicidad del mercado inmobiliario, el cual muestra una fuerte correlación con la economía local.
- Necesidad de aprobaciones gubernamentales.
- Concentración de contrapartes, 6 desarrolladores representan el 70% de las cuentas por cobrar.
- Necesidad de mantener el volumen de ventas con el fin de hacer frente a sus obligaciones, mitigado por la conformación de una cartera de créditos que alcanza para cubrir gran parte de los servicios de deuda.

Perfil financiero

Rentabilidad El EBITDA del ejercicio 2019 ascendió a USD 3.8 MM, frente a USD 3.2 MM el año anterior. El margen de EBITDA se ubicó en 39.3% a dic'19 versus 37.7% del año anterior. Las ventas y el EBITDA están afectados por el método de contabilización, el cual reconoce las ventas al momento de la escrituración de las propiedades. La mejora en los márgenes refleja la reducción de costos salariales y honorarios profesionales. Los gastos de administración y ventas se redujeron a USD 2.4 millones de USD 2.8 millones. En los próximos años esperamos que el EBITDA se mantenga en los niveles cercanos al 40%, en función del mayor número de escrituras, aunque podría existir una elevada volatilidad en el corto plazo. FIX prevé que el EBITDA normalizado de compañía se encuentre entre USD 3.0 – 4.0 MM en 2020 y 2021.

Evolución Ventas - EBITDA



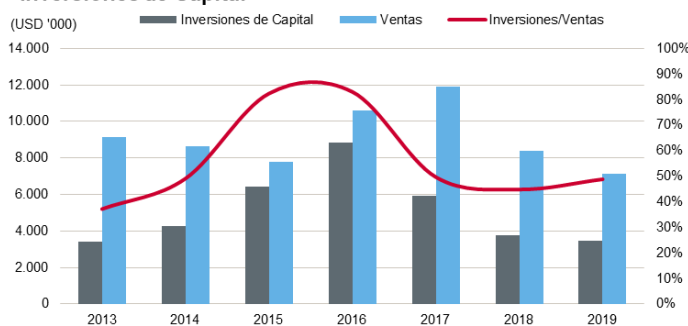
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flujo de Fondos

En 2019 el flujo generado por operaciones resultó en USD 1.2 millones. La variación del capital de trabajo fue negativa en USD 1.2 millones debido al crecimiento de las cuentas por cobrar y el aumento de inventarios en el corto plazo por la expectativa del lanzamiento de uno de los proyectos en 2020. El flujo de caja operativo resultó neutro y la compañía financió las inversiones (USD 3.4 MM) con deuda financiera.

Para el corriente año, se espera que el flujo de fondos libre continúe siendo negativo debiendo financiar sus inversiones con liquidez externa. FIX espera que a partir de 2021 el flujo de fondo libre se torne positivo.

Inversiones de Capital

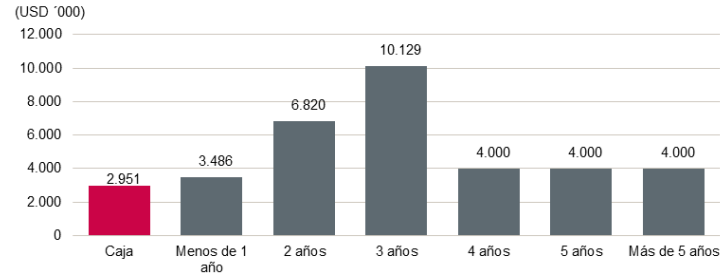


Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Liquidez y estructura de capital

Desde 2015, las necesidades de fondos de la compañía fueron financiadas con mayor endeudamiento financiero. A dic'19 la deuda ascendía a USD 32.4 millones (de USD 24.7 millones en 2018). La deuda está compuesta por la ON Serie II por USD 20.0 MM, préstamos bancarios por USD 6.0 millones y ON privada por USD 6.0 MM. El ratio de (EBITDA+créditos por cobrar t+1)/Servicio de Deuda t+1 resultó en 1.78x y el ratio Loan to Value en 0.33x. Los activos de la compañía brindan de soporte para endeudamiento adicional o refinanciación.

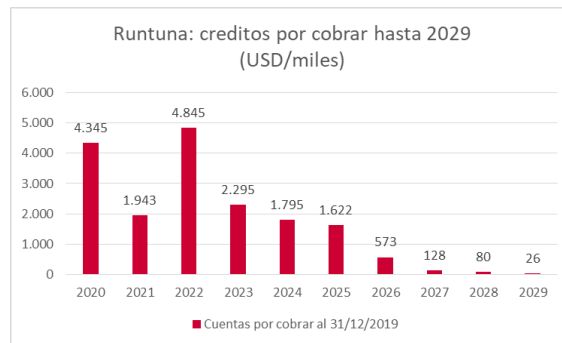
Vencimiento de la Deuda



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

A diciembre'19 la caja en inversiones alcanzaba los USD 2.9 millones y los intereses a pagar por la ON rondan en USD 1.0 millón anual. La liquidez se encuentra apoyada sobre la cartera de créditos a cobrar. A diciembre'19 las cuentas por cobrar ascendían a USD 18.1 millones.

La liquidez dependerá en parte de que la demanda se mantenga dinámica, aunque la compañía tiene la flexibilidad de retrasar obras o vender su importante stock de lotes a precio de descuento obteniendo liquidez.



Fondeo y flexibilidad financiera

FIX considera que la flexibilidad financiera de Runtuna es adecuada. La compañía realizó dos emisiones de obligaciones negociables de oferta pública y un de oferta privada. Adicionalmente la compañía opera con los bancos locales de plazo con préstamos de mediano / largo plazo. En caso de necesidades de financiamiento cuenta con el soporte de los activos valuados a precios actuales en USD 100 millones.

Anexo I. Resumen Financiero

Resumen Financiero - Runtuna

(miles de USD, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras Consolidadas

Normas Contables

Período	NIIIF	NIIIF	NIIIF	NIIIF	NIIIF
	2019	2018	2017	2016	2015
	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	2.801	3.158	3.968	3.851	2.143
EBITDAR Operativo	2.801	3.158	3.968	3.851	2.143
Margen de EBITDA	39,3	37,7	33,4	36,3	27,5
Margen de EBITDAR	39,3	37,7	33,4	36,3	27,5
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	6,7	7,3	11,7	14,4	10,4
Margen del Flujo de Fondos Libre	(48,8)	(2,5)	(13,6)	(71,3)	(52,8)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	(2,5)	(2,1)	34,5	15,6	0,5

Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	1,7	1,2	2,8	3,1	1,7
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	1,7	1,4	2,5	2,6	1,2
EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres)	1,7	1,4	2,5	2,6	1,2
EBITDA / Servicio de Deuda	0,5	0,5	0,7	1,4	1,2
EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda	0,5	0,5	0,7	1,4	1,2
FGO / Cargos Fijos	1,7	1,2	2,8	3,1	1,7
FFL / Servicio de Deuda	(0,4)	0,4	(0,0)	(2,2)	(1,3)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,2	0,4	0,4	(1,8)	2,1
FCO / Inversiones de Capital	0,0	0,9	0,7	0,1	0,9

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	11,5	9,3	5,8	5,1	7,2
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	11,6	7,8	6,6	6,1	10,0
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	10,5	7,7	6,1	5,9	7,2
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	11,6	7,8	6,6	6,1	10,0
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR Operativo	10,5	7,7	6,1	5,9	7,2
Costo de Financiamiento Implícito (%)	5,5	9,1	6,5	6,6	11,7
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	10,7	14,7	15,0	5,7	0,1

Balance

Total Activos	50.246	44.555	46.952	41.915	37.143
Caja e Inversiones Corrientes	2.951	366	1.964	967	6.101
Deuda Corto Plazo	3.486	3.643	3.914	1.344	14
Deuda Largo Plazo	28.949	21.087	22.199	22.152	21.512
Deuda Total	32.435	24.729	26.113	23.496	21.526
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	32.435	24.729	26.113	23.496	21.526
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	32.435	24.729	26.113	23.496	21.526
Total Patrimonio	9.846	12.104	12.364	8.724	7.462
Total Capital Ajustado	42.281	36.833	38.478	32.219	28.988

Flujo de Caja

Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	1.172	366	2.877	3.167	1.194
Variación del Capital de Trabajo	(1.167)	3.175	1.413	(1.920)	4.407
Flujo de Caja Operativo (FCO)	5	3.541	4.290	1.247	5.601
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(3.480)	(3.754)	(5.910)	(8.820)	(6.416)
Dividendos	0	0	0	0	(3.300)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(3.475)	(213)	(1.620)	(7.573)	(4.115)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	66	0
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	392	0
Variación Neta de Deuda	6.059	(1.384)	2.618	1.980	12.054
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	2.584	(1.598)	997	(5.134)	7.939

Estado de Resultados

Ventas Netas	7.122	8.371	11.887	10.620	7.788
Variación de Ventas (%)	(14,9)	(29,6)	11,9	36,4	(9,9)
EBIT Operativo	2.700	3.082	3.892	3.759	2.143
Intereses Financieros Brutos	1.647	2.308	1.610	1.478	1.810
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	(258)	(260)	3.641	1.260	41

Anexo II. Glosario

- 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

Obligaciones Negociables Serie 2 por hasta US\$ 20 MM

El 10 de julio 2015 la compañía emitió Obligaciones Negociables Convertibles en acciones Serie 2 por un valor de US\$ 20 MM. Dichas ON se utilizaron para canjear parte de las ON Serie 1 por US\$ 3.3 MM, cancelar el saldo de la ON Serie 1 por US\$ 0.725 MM y el remanente (aprox. US\$ 16MM) se va utilizar para el plan de obras contemplados en el prospecto de emisión.

El vencimiento es a 10 años desde la fecha de emisión, con cinco años de gracia para los vencimientos de capital. Los vencimientos de capital se pagarán en cinco pagos anuales de equivalentes entre los años 2021 y 2025.

Las ON devengan una tasa de interés equivalente a la tasa LIBOR de 180 días más un margen de 325 puntos básicos. Los pagos de intereses se realizarán semestralmente a partir de los seis meses desde la fecha de emisión inclusive.

Los títulos incorporarán una opción de conversión en acciones ordinarias de la compañía, a partir del año 5 desde la fecha de emisión. El ratio de conversión se establece en 1.518 (mil quinientas diez y ocho) acciones por cada título a emitir.

El ratio de conversión establece a priori las condiciones económicas que enfrentará el emisor al momento de ejercer la opción de conversión. Bajo el supuesto de emitirse títulos por el monto máximo de US\$ 20 millones y en caso que el 100% de los tenedores de títulos ejerzan la opción de convertir, la participación final en la Compañía que obtendrán dichos inversores será del 23,5% del capital accionario. Ello representa una valuación implícita de la empresa post – conversión de US\$ 85,2 millones. En caso que el porcentaje de tenedores que ejerzan la opción de convertir sea menor al 100% y/o que el monto total emitido sea menor al monto máximo establecido, la participación de los inversores en el capital post – conversión se reducirá de forma proporcional.

En caso de que Runtuna lleve a cabo uno o varios aumentos de su capital integrado entre la fecha de emisión de las Obligaciones Negociables Convertibles y el Período de Conversión, el Emisor adecuará el Ratio de Conversión de una forma tal que las acciones sujetas a conversión, representen el 23,5% del capital accionario.

Garantías de la emisión

En garantía del pago de los importes adeudados bajo las Obligaciones Negociables Convertibles se constituirá el “Fideicomiso de Garantía Runtuna”, sobre el cual el Emisor transferirá los siguientes activos:

- a) Inmuebles (Tierra):
- b) Créditos Emergentes de la Enajenación de Inmuebles (“Cuentas por Cobrar”),

Valor de las Garantías al 31/12/2019:

El valor total de los activos cedidos al fideicomiso alcanzan los US\$ 38.6 MM. De esta forma, la garantía en Inmuebles y Cuentas por Cobrar representa el 139% del monto adeudado a dicha fecha.

Sustitución de Garantías:

Runtuna se reserva el derecho a sustituir, total o parcialmente los activos cedidos al fideicomiso. Dicha sustitución se llevará a cabo a través de una ponderación en el valor de tales activos, tomándose los Inmuebles al 70% (setenta por ciento) de su valor de tasación, las Cuentas por Cobrar al 80% (ochenta por ciento) del mismo y el dinero en efectivo al 100% (cien por ciento). La sumatoria de los bienes fideicomitados conforme los criterios de valuación antedichos deberán tener en todo momento una relación de por lo menos uno a uno con el saldo adeudado.

Adecuación de Garantías:

Runtuna se reserva el derecho a adecuar la garantía afectada al Fideicomiso de Garantía luego de realizada cualquier amortización. Dicha adecuación no podrá realizarse de un modo tal que el valor de la garantía afectada sea menor al capital pendiente de amortizar, según las ponderaciones mencionadas anteriormente. Asimismo, y para valuar los Inmuebles, se tomará la última valuación realizada al momento de solicitarse la adecuación referida.

Covenants/Condiciones

- **Endeudamiento.** Ratio de endeudamiento definido como deuda financiera/activos inferior al 65% hasta 2019 inclusive y 55% a partir de 2020.
- **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 2015, ii) mayor o igual a 1,25 para el año 2016 al 2020 inclusive y iii) mayor o igual a 1,5 desde el año 2021 hasta el vencimiento.
- **Dividendos.** Para poder hacer efectiva la distribución de dividendos, el Emisor deberá cumplir con las siguientes condiciones:
 - i) El Emisor podrá distribuir dividendos en efectivo en el año 2015 sobre los resultados acumulados al cierre del ejercicio 2014.
 - ii) El Emisor no podrá distribuir dividendos en efectivo, ni provisionales ni definitivos, durante los ejercicios 2016 y 2017.
 - iii) El Emisor no deberá pagar dividendos en efectivo, ni provisionales ni definitivos, que superen el 30% (treinta por ciento) de los resultados acumulados para el ejercicio 2018.
 - iv) El Emisor no deberá pagar dividendos en efectivo, ni provisionales ni definitivos, que superen el 40% (cuarenta por ciento) de los resultados acumulados para el ejercicio 2019.
 - v) El Emisor no deberá pagar dividendos en efectivo, ni provisionales ni definitivos, que superen el 50% (cincuenta por ciento) de los resultados acumulados para el ejercicio 2020.
 - vi) El Emisor no deberá pagar dividendos en efectivo, ni provisionales ni definitivos, que superen el 60% (sesenta por ciento) de los resultados acumulados para el ejercicio 2021.

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.

Organizador: Posadas & Vecino Negocios S.R.L.

Asesor Legal: Estudio Posadas, Posadas & Vecino

Agente de Registro: Bolsa de Valores de Montevideo.

Agente de Pago: Bolsa de Valores de Montevideo.

Representante de Obligacionistas: Bolsa de Valores de Montevideo.

Fiduciario del Fideicomiso de Garantía: Fiduciaria Posadas & Vecino.

Underwriter de la emisión: Puente Corredor de Bolsa S.A.

Auditor Contable del Emisor: Grant Thornton

Ley y jurisdicción aplicable: República Oriental del Uruguay

Anexo IV. Dictamen de calificación

FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.

El Consejo de Calificación de **FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.** (afiliada de Fitch Ratings), en adelante FIX, realizado el **28 de mayo de 2020**, confirmó* en **Categoría A(uy)** a la calificación de Emisor y a las Obligaciones Negociables Serie 2 por hasta USD 20 millones emitidas por Runtuna S.A.

Se asignó **Perspectiva Negativa**.

Categoría A(uy): "A" nacional implica una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de repago en tiempo y forma en un grado mayor que para aquellas 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 calificación asignada se desprende del análisis de los Factores Cuantitativos y Factores Cualitativos. Dentro de los Factores Cuantitativos se analizaron la Rentabilidad, el Flujo de Fondos, el Endeudamiento y Estructura de Capital, y el Fondo y Flexibilidad Financiera de la Compañía. El análisis de los Factores Cualitativos contempló el Riesgo del Sector, la Posición Competitiva, y la Administración y calidad de los Accionistas.

*Siempre que se confirma una calificación, la calificación anterior es igual a la que se publica en el presente dictamen.

Criterios Relacionados

Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en www.bcu.gub.uy

Fuentes

- Balances generales auditados hasta el 31/12/2019.
- 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.
- Suplemento de Obligaciones Negociables Serie 2 por hasta U\$S 20 MM.



Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX SCR S.A. o la calificadora-, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación,

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS *CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FIXSCR.COM*. LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA LIDER SE BASA EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A (www.fixscr.com)

Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A considera creíbles. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica 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 que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A 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 FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A en el momento de realizar una calificación crediticia será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A 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 que pueden suceder y 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 confirmó una calificación.

La información contenida en este informe recibida del emisor se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A y ningún individuo, o grupo de individuos es únicamente responsable por la calificación. La calificación sólo incorpora los riesgos derivados del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos, como ser riesgos de precio o de mercado, se hará mención específica de los mismos. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A estuvieron involucrados en el mismo pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A 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 FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y 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. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A 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. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A no constituye el consentimiento de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A a usar su nombre en calidad de “experto” en cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de títulos y valores de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de Estados Unidos y la “Financial Services and Markets Act of 2000” del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y su distribución electrónica, los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta