

Inmobiliario/Bienes Raíces  
Uruguay  
Informe integral

## Runtuna S.A.

### Calificación Nacional

	Calificación actual
Obligaciones Negociables Serie 1 por hasta US\$ 8 millones	BBB(uy)
Perspectiva Estable	

### Resumen Financiero

Runtuna S.A. Cifras Consolidadas	31/12/2010 US\$	31/12/2009 US\$
Total Activos (\$ miles)	14.701	6.104
Total Patrimonio (\$ miles)	4.272	2.760
Deuda Fciera (\$ miles)	9.643	3.168
Ingresos (\$ miles)	1.499	589
EBITDA (\$ miles)	-706	268
EBITDA (%)	n.a.	45.5
Deuda/ EBITDA	n.a.	11.8
Flujo de caja operativo -FCO (\$ miles)	-1.360	469

### Analistas

Fernando Torres  
+5411 5235 8124  
fernando.torres@fitchratings.com

Gabriela Catri  
+5411 5235 8129  
gabriela.catrig@fitchratings.com

### Informes Relacionados

#### CRITERIO APLICADO:

- Corporate Rating Methodology, Ago. 16, 2010. (1)
- Manual de Calificación registrado ante el BCU.

### Fundamentos de la calificación

- La calificación de las ONs emitidas por Runtuna S.A. refleja los fundamentos positivos de su plan de negocios, la experiencia de los sponsors en el desarrollo de los clubes de campo Lomas de La Tahona y Altos de la Tahona, y las perspectivas de crecimiento de la demanda de proyectos de clubes de campo en Uruguay. La calificación se encuentra limitada por la falta de previsibilidad respecto de la demanda futura y la volatilidad esperada en el flujo de fondos, característica del mercado inmobiliario.
- La compañía es un referente en el desarrollo de clubes de campo de Uruguay. Lomas de la Tahona cuenta con un importante reconocimiento en el mercado. La estrategia contempló la adquisición de tierras linderas a los proyectos en desarrollo, para sumar 4 nuevos barrios con el fin de brindar una oferta diferenciada. Cada barrio contará con una identificación temática distinta. En el segundo semestre de 2010 se inició el desarrollo del proyecto Viñedos y Chacras, y se lanzó a la venta la primera etapa de Viñedos, la cual tuvo una importante aceptación en el mercado.
- La compañía enfrenta el desafío de alcanzar un volumen de ventas y precios superior a los niveles históricos, en un mercado que en el pasado evidenció una alta volatilidad. En 2010, entre un programa de ventas para Friends & Family, sumado a acciones de marketing lanzadas luego de la emisión de ONs, se alcanzó un nivel record de operaciones de venta por un total de 96 lotes. Fitch estima un flujo de fondos creciente derivado de la consolidación y expansión de los nuevos barrios y del aumento en la demanda por desarrollos de este tipo. El crecimiento esperado en los precios podría demorarse en función de la maduración de los proyectos.
- El riesgo de construcción se considera moderado al contemplar el track-record de los sponsors en el desarrollo de este tipo de proyectos. No obstante, variaciones en la inflación y el tipo de cambio podrían generar mayores costos en dólares y afectar la rentabilidad de los proyectos. A su vez, se tiene en cuenta que la compañía ya cuenta con un stock de lotes disponibles para la venta en los barrios desarrollados.
- La garantía que poseen las ONs le otorga fortaleza a la emisión. 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.

### Perspectivas y factores relevantes de la calificación

- Fitch asume coberturas de servicio de deuda con EBITDA promedio de alrededor de 3x, mientras que en un escenario sensibilizado se ubicarían en alrededor de 1x. El flujo de fondos se ve presionado durante los primeros tres años en función del programa de inversiones, las cuales se financiarán con una combinación de los fondos de las ONs y generación de fondos propia. La compañía requiere de una

importante venta de lotes en los años 2011-2012 para afrontar las inversiones previstas. Las mismas podrían retrasarse ante un contexto recesivo.

- 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. Como mitigantes se tiene en cuenta la existencia de una cuenta de reserva para las primeras dos cuotas de intereses y la posibilidad de postergar una cuota de capital.

### Liquidez y estructura de capital

La estructura de capital se considera adecuada. Según una tasación reciente, la compañía posee bienes valuados en US\$ 33.4 MM, estimándose un LTV (Loan to value, o deuda financiera/valor de los inmuebles) del 29% a dic'10. Durante 2010 la compañía obtuvo un préstamo puente por US\$ 3 MM con el Nuevo Banco Comercial S.A. que destinó a adquirir nuevas tierras. Este préstamo fue cancelado a través de los fondos originados en la emisión de ONs de julio'10 por US\$ 8 MM. El saldo restante de las ONs le permite contar con liquidez para financiar las obras por un período de 15 meses desde la fecha de emisión.

### 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. 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. Los desarrollos de Viñedos de la Tahona, Chacras de la Tahona I y II y Lomas de La Tahona II, se suman a los desarrollos ya realizados y en ejecución.

El proyecto contempla un total de 327 hectáreas de tierras, de las cuales los metros cuadrados a comercializar ascenderán a aproximadamente 1.2 millones distribuidos en 610 lotes y chacras. La compañía estima ventas para los próximos 8 años de alrededor de US\$ 100 millones. 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 Añon, 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.

## Principales atributos del emprendimiento:

- Primer complejo urbanístico cerrado en Montevideo.
- Dos clubes de campo desarrollados en 164 has de terreno.
- Cuatro nuevos barrios temáticos a desarrollar en 158 has. adicionales ya adquiridas, sujeto a un master plan.
- Diversidad temática y de oferta inmobiliaria en cuanto a tamaños, precios.
- Primer y único campo de golf del departamento de Canelones de 18 hoyos, Segundo campo de golf de 9 hoyos inaugurado en 2010.
- Emprendimiento cerrado, vía de acceso controlada, seguridad 24 horas.
- Nueva ruta Doble Vía desde Montevideo y renovación de los accesos.
- Más de 1.140 residentes, inversión privada de más de US\$ 70 millones.
- Baja densidad. Actualmente 55% de áreas comunes, en el futuro 43%.
- Seguridad jurídica del marco legal en Uruguay.

## Estructura societaria

Para el desarrollo de la nueva estrategia se crearon tres compañías operativas controladas por Runtuna S.A., las cuales llevarán adelante el desarrollo de los distintos barrios. La alocaión 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 del fraccionamiento de chacras rurales denominado "Chacras de La Tahona I" (que 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.

## Operaciones

El grupo cuenta con una importante experiencia en el mercado de clubes de campo a través del desarrollo de Lomas de la Tahona iniciado en 1993, el cual hacia 1998 ya contaba con el 70% de los lotes vendidos. Luego se expande a través del lanzamiento en 1999 de Altos de la Tahona con un importante nivel de ventas en los primeros dos años. En el período 2001/2004 producto de la crisis económica se observó una fuerte disminución en la venta de lotes, y luego en el período 2007/2009 la compañía decidió enlentecer las ventas a partir de su estrategia de compra de tierras aledañas a un precio conveniente. Históricamente, la venta promedio fue de 26 lotes por año, cifra que asciende a 41 lotes si se toma en cuenta el período anterior a la crisis de 2001.

A partir de 2010 en función del relanzamiento del proyecto, la compañía prevé un agresivo plan de ventas de entre 70 y 100 lotes por año, de las cuales estima realizar alrededor de un tercio a crédito. Fitch entiende que el volumen de ventas mostrará una tendencia creciente al considerar 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.

Durante el año 2010 la compañía realizó operaciones de venta por 96 lotes a partir de un buen ritmo de ventas en el proyecto Altos de la Tahona y el lanzamiento de Viñedos de la Tahona. En total representan ventas por US\$ 5.6 MM de las cuales alrededor del 60% corresponden a ventas a crédito. La mayoría de estas operaciones (64 lotes por un total de US\$ 4.1 MM) se efectuaron a través de la firma de boletos de reserva. Esto se dio principalmente en Viñedos dado que al estar pendiente la aprobación definitiva con el catastro correspondiente, aún no se puede escriturar ni firmar una promesa de venta. Al momento de la reserva la compañía cobra un 10% como 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.

La compañía alcanzó los 96 lotes vendidos a partir de diferentes programas de ventas encarados durante 2010. Previo a la emisión de ONs la compañía acordó una transacción con la Unión de Rugby (Teros) a través de la cual llevó a cabo la venta de

13 lotes. Asimismo, lanzó una operación de Friends and Family, con descuentos para clientes relacionados con los accionistas. Bajo este programa se vendieron 42 lotes.

#### VENTAS Totales - Año 2010

Urbanizacion	Cantidad de Lotes	Total M2	US\$ x M2	MONTO US\$
Lomas de la Tahona	1	919	\$ 70,00	64.358
Altos de la Tahona	38	46.231	\$ 39,53	1.827.631
Chacras de la Tahona I	3	15.177	\$ 11,24	170.535
Viñedos de la Tahona	54	67.061	\$ 53,25	3.570.785
	96	129.389	\$ 43,54	5.633.309

A partir de la emisión de las ONs en jun'10 la compañía encaró el relanzamiento del proyecto de acuerdo a su plan estratégico a partir de diversas acciones de marketing en Uruguay y en Argentina con el fin de fortalecer el reconocimiento del proyecto y alcanzar sus objetivos de ventas. Estas acciones le otorgaron ventas en el segundo semestre de 32 lotes y mantuvieron un ritmo importante durante el primer trimestre de 2011 (26 lotes a US\$ 2.1 MM). Con lo cual se considera factible que la compañía logre alcanzar las ventas proyectadas de alrededor de 70 lotes para 2011.

#### 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.

La compañía espera que en el largo plazo los precios tiendan a acercarse al promedio del mercado, con lo cual prevé un importante crecimiento en los precios en comparación de los niveles de 2010: Lomas de la Tahona 70 US\$/m<sup>2</sup>, Altos de la Tahona y Viñedos entre 40 y 55 US\$/m<sup>2</sup>. Las chacras por sus características cuentan con un precio inferior, para el primer año se ubicarían en torno a los 15 US\$/m<sup>2</sup>.

#### 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 contempla inversiones en obras de urbanización por un total de US\$ 9 MM de las cuales US\$ 7.7 MM se estiman para los primeros tres años. La compañía presentó un plan de obras a financiar con los fondos de la emisión por U\$ 4.1 MM a ejecutar en un período de 15 meses desde la fecha de emisión. La emisión contempla un Fideicomiso de Administración a través del cual se liberarán los fondos para cada una de las compañías operativas para realizar las obras de acuerdo al plan presentado. El resto de las obras se prevé financiar con la generación de fondos interna de los proyectos.

La compañía se encuentra avanzando con el plan de obras estipulado. Durante 2010 se realizaron dos desembolsos: uno en ago'10 por US\$ 500 mil y otro en dic'10 por US\$ 587 mil. Estas inversiones ya se han ejecutado con lo cual la compañía obtuvo un tercer desembolso a fines de dic'10 por US\$ 1 MM para ejecutar durante los primeros cinco meses de 2011. A dic'10 el avance de obra se encontraba en un 26%.

### 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, prevé completar las inversiones con su generación interna de fondos.

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 en mar'10 por US\$ 1.4 MM y para obras menores. El préstamo puente fue cancelado con la emisión de ONs.

A dic'10 la deuda ascendía a US\$ 9.6 MM compuesta por US\$ 8 MM de la emisión de ONs, US\$ 1 MM de un préstamo con el accionista que se refinanció hasta dic'11, y US\$0.6 MM correspondiente a préstamos bancarios y con particulares. Durante 2010 la compañía obtuvo aportes de capital por US\$ 2.5 MM entre aporte de tierras y efectivo. A dic'10 la compañía contaba con un saldo de caja e inversiones corrientes de US\$ 2.9 MM, de los cuales US\$ 2.3 MM se encontraban cedidos al Fideicomiso de Administración que los desembolsará en la medida en que se avancen con las obras.

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. Las ONs 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 1.4x 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. La compañía realizó una tasación de sus inmuebles, a través de la cual se arribó a un valor de US\$ 33.4 MM (LTV estimado de 29%), con un valor de remate de US\$ 22.1 MM (LTV ajustado de 44%). Los lotes comercializables (sin considerar el valor de la infraestructura e instalaciones desarrolladas) ascienden a US\$ 21.9 MM, con un valor de remate de US\$ 14.6 MM.

En el ejercicio 2010 el EBITDA fue negativo en US\$ 0.7 MM. Esto se debió a que el proyecto se encontraba en una etapa de lanzamiento, y a que gran parte de las operaciones correspondieron a boletos de reserva, con lo cual no se contabilizó la venta en el balance. Hacia adelante, Fitch prevé un EBITDA positivo y 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 tres 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	<u>2010</u>	<u>2009</u>
<b>Rentabilidad</b>		
<b>EBITDA Operativo</b>	<b>(706)</b>	<b>268</b>
<b>Margen de EBITDA</b>	<b>(47,1)</b>	<b>45,5</b>
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	(4,6)	7,9
Margen del Flujo de Fondos Libre	(424,2)	58,6
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	(17,0)	30,4
<b>Coberturas</b>		
FGO / Intereses Financieros Brutos	(1,7)	
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	(1,9)	
EBITDA / Servicio de Deuda	(0,4)	0,1
FGO / Cargos Fijos	(1,7)	
FFL / Servicio de Deuda	(3,5)	0,1
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(1,8)	0,3
FCO / Inversiones de Capital	(0,3)	3,8
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>		
Deuda Total Ajustada / FGO	(15,1)	6,8
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(13,7)	11,8
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(9,5)	9,3
Costo de Financiamiento Implícito (%)	5,9	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,1	1,0
<b>Balance</b>		
Total Activos	14.701	6.104
Caja e Inversiones Corrientes	2.907	681
Deuda Corto Plazo	1.307	3.035
Deuda Largo Plazo	8.336	133
<b>Deuda Total</b>	<b>9.643</b>	<b>3.168</b>
Deuda asimilable al Patrimonio		
<b>Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio</b>	<b>9.643</b>	<b>3.168</b>
Deuda Fuera de Balance	0	0
<b>Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio</b>	<b>9.643</b>	<b>3.168</b>
<b>Total Patrimonio</b>	<b>4.272</b>	<b>2.759</b>
<b>Total Capital Ajustado</b>	<b>13.915</b>	<b>5.927</b>
<b>Flujo de Caja</b>		
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	(1.018)	469
Variación del Capital de Trabajo	(342)	0
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(1.360)	469
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0
Inversiones de Capital	(4.999)	(124)
Dividendos	0	0
<b>Flujo de Fondos Libre (FFL)</b>	<b>(6.359)</b>	<b>345</b>
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	(5.161)
Otras Inversiones, Neto	0	0
Variación Neta de Deuda	6.474	3.169
Variación Neta del Capital	2.495	2.328
Otros (Inversión y Financiación)	(383)	0
<b>Variación de Caja</b>	<b>2.227</b>	<b>681</b>
<b>Estado de Resultados</b>		
<b>Ventas Netas</b>	<b>1.499</b>	<b>589</b>
Variación de Ventas (%)	154,5	
<b>EBIT Operativo</b>	<b>(706)</b>	<b>268</b>
Intereses Financieros Brutos	381	0
<b>Resultado Neto</b>	<b>(598)</b>	<b>419</b>

## Anexo II. Glosario

- (1) Corporate Rating Methodology: Metodología de Calificación de Empresas; disponible en [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)
- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones
- 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.

$$\text{Endeudamiento} = (\text{Deudas Financieras} / \text{Total Activo})$$

- **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.

$$\text{Cobertura de Servicio de Deuda} = (\text{EBITDA } t) / (\text{Capital ON } t+1 + \text{Int ON } t+1)$$

- **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 las siguientes condiciones:

- Mantener un ratio de cobertura de deuda al cierre de su ejercicio anual que: i) deberá ser mayor o igual a 1 para el año 2012; ii) mayor o igual a 1,5 para el año 2013, iii) mayor o igual a 2 desde el año 2014. Para el cálculo del ratio de

cobertura se considera un flujo de fondos libre más caja acumulada sobre servicios de deuda.

$$\text{Cobertura de deuda} = (\text{Disp}_{t-1} + \text{Res. Neto}_{t \pm} \text{Depr. AF}_{t \pm} \text{No Fdos.}_{t \pm} + \Delta \text{KT}_{t \pm} - \text{Inv AF}_{t \pm} - \text{Dist Divt}_{t \pm}) / (\text{Capital ON}_{t+1} + \text{Int ON}_{t+1})$$

- El emisor muestre un ratio de prueba ácida menor mayor a 1 al cierre de cada ejercicio.

$$\text{Prueba Ácida Menor} = ((\text{Activo Corriente} - \text{Bienes de Cambio Corrientes}) / \text{Pasivo Corriente})$$

Adicionalmente, 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.

- **Nuevas Inversiones:** no podrá realizar inversiones ajenas al objeto principal de desarrollo de proyectos inmobiliarios y actividades conexas.

**Fideicomiso de Administración:** está 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 procederá a efectuar cada uno de los desembolsos que le solicite periódicamente Runtuna S.A. siempre y cuando: 1) los fondos ya desembolsados se hayan aplicado según el destino de los fondos específicamente declarado en la solicitud de desembolso correspondiente y de acuerdo al Plan de Obras y Pagos (certificado de Cumplimiento) y han sido destinados al Proyecto; 2) el Desembolso solicitado corresponde al Plan de Obras y Pagos (solicitud de desembolso autorizada por el profesional independiente que corresponda).

A dic'10 contaba con plazos fijos por US\$ 2.3 MM, luego de realizar desembolsos por alrededor de US\$ 2 MM para financiar las obras.

**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.

Aún cuando existan obligaciones garantizadas pendientes de pago, siempre que se mantenga la Relación los Fideicomitentes podrán instruir al Fiduciario la liberación de los Bienes Fideicomitados que excedan la Relación.

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'10 esta relación ascendía a 1.4x la deuda, y se conformaba en un 97% 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 29 de abril de 2011 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 31/12/2010.
- 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.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://www.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](http://www.fitchratings.com). LAS CALIFICACIONES PUBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACION PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO.

Derechos de autor © 2011 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.