

Runtuna S.A. (Runtuna)

Informe Integral

Calificaciones

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

Perspectiva
Estable

Resumen Financiero

	31/12/15	31/12/14
Total Activos (US\$ miles)	37.143	27.571
Total Deuda Financiera (US\$ miles)	21.526	9.471
Ingresos (US\$ miles)	7.778	8.645
EBITDA (US\$ miles)	2.143	4.134
Deuda/ EBITDA	10.0	2.3
Flujo de caja operativo -FCO (US\$ miles)	3.013	4.301
EBITDA/Intereses	1.2	7.7

*El EBITDA está afectado por el método de contabilización de las ventas, las cuales se reconocen cuando se entregan las unidades.

Informes relacionados

Manual de calificación de empresas instrumentos de deuda y acciones. Registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en www.bcu.gub.uy

Analista Principal

Gabriela Curutchet
Director Asociado
5235 8124
gabriela.curutchet@fixscr.com

Analista Secundario

Patricio Bayona
Director Asociado
5235 8123
patricio.bayona@fixscr.com

Responsable del Sector

Cecilia Minguilón
Director Senior
5235 8123
cecilia.minguilon@fixscr.com

Factores relevantes de la calificación

Trayectoria y madurez del negocio: La calificación contempla la trayectoria comercial y operativa de Runtuna, el grado de madurez de sus proyectos, su plan de expansión basado en deuda de largo plazo y los sólidos fundamentos del negocio. La compañía ha demostrado poder monetizar rápidamente sus proyectos con una alta rentabilidad y un eficiente control de los costos. En los tres últimos años Runtuna mostró una mejora del EBITDA y el flujo operativo, que le permitió aumentar su cartera de créditos por cobrar hasta US\$ 12 MM en diciembre'15.

Solido plan del negocio: La calificación considera la experiencia de los sponsors en el desarrollo de clubes de campo, el importante reconocimiento de mercado de los proyectos "La Tahona", el importante stock disponible para la venta, y las perspectivas de crecimiento de la demanda en Uruguay. La ubicación estratégica y los bajos precios de los proyectos relativo a otros barrios que son competencia en las cercanías de Montevideo, son factores que permiten estimar una tendencia al aumento de los precios en el largo plazo.

Baja complejidad de las obras y buena flexibilidad operativa: La venta de lotes para propiedad horizontal presenta características operativas beneficiosas. Al tratarse de barrios, los proyectos pueden venderse por etapas en función de la demanda, lo que otorga flexibilidad al presupuesto de inversiones. Asimismo, el ciclo de entrega de las unidades es relativamente corto. Entre el lanzamiento comercial y el final de las obras median generalmente entre 9 y 15 meses, por lo que la compañía puede valorizar rápidamente sus activos. Estas características redundan en un mejor calce entre ingresos y egresos relativo a compañías desarrolladoras de propiedad vertical.

Expansión fondeada con deuda de largo plazo: La compañía enfrenta un fuerte cronograma de inversiones por US\$ 20.9 MM en los próximos 5 años. La emisión de la ON Serie 2 le permitió cancelar la mayoría de su endeudamiento, incluyendo la ON Serie 1 y disponer US\$ 11.5 MM para el plan de inversiones. El plazo de repago de las ON, con vencimiento final en 2025 y período de gracia de capital de 5 años, dará tiempo a Runtuna para desarrollar su cartera de activos. FIX prevé que en 2016 los ratios de endeudamiento contra flujo resulten elevados. No obstante, el endeudamiento estará soportado por el aumento en el valor de los activos.

Garantías: Las ON se encuentran garantizadas a través de Fideicomisos al que se ceden inmuebles y/o créditos considerados a un valor de descuento. Fix no otorga fortaleza adicional a las ON Serie 2 por su paquete de garantía, dado una composición de inmuebles con una mayor proporción de activos de uso exclusivo (Cancha de Golf, Club House, etc.). Al 31/12/2015 el valor de la garantía después del descuento era de US\$ 25.6 millones, cubriendo en un 128% el valor de la deuda.

Sensibilidad de la calificación

Runtuna encaró un plan de inversión a largo plazo y la perspectiva es estable hasta tanto el plan de inversiones se consolide. FIX no espera mejoras en la calificación en los próximos dos años. Una baja podría darse ante una caída fuerte de los niveles de ventas en un escenario recesivo, que ponga presión sobre la liquidez, no acompañada por una merma en el nivel de inversiones. El desarrollo de proyectos de propiedad horizontal podría amplificar el riesgo de descalce entre ingresos y egresos.

Liquidez y estructura de capital

Adecuada estructura de capital: La deuda financiera a diciembre'15 ascendió a US\$ 21.5 millones no teniendo vencimientos significativos hasta 2021. A diciembre 2015 Runtuna contaba con lotes disponibles para la venta y en proceso de urbanización valuados contablemente en aprox. US\$ 13.0MM y caja e inversiones líquidas por US\$ 6.1 millones.

Perfil del negocio

Runtuna S.A. es una sociedad constituida en Uruguay en 2007 para actuar como compañía holding que consolida 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 ubicada 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. Los primeros desarrollos fueron los clubes de campo Lomas de la Tahona y Altos de la Tahona, a los cuales adicionó Chacras de La Tahona y Viñedos de La Tahona. Asimismo, en 2012 lanzó Chacras de La Tahona II, en 2014 lanzó el proyecto Mirador y en 2015 inició el proyecto La Toscana.

A diciembre 15, Runtuna estima que sus barrios contaban con 530 construidas o en construcción, con una población superior a 2000 personas. La compañía ha comercializado exitosamente cerca de 1.000.000 m² (100 has) distribuidos en más de 900 lotes desde 2010. En base al éxito comercial de los últimos años, Runtuna está encarando un plan de crecimiento a largo plazo, el cual estará sustentado por el lanzamiento de nuevas etapas (en los proyectos existentes. Viñedos, Mirador y Chacras II) y 2 nuevos proyectos (Lomas II, La Toscana y La Toscana II).

Estructura societaria

Se crearon varias 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:

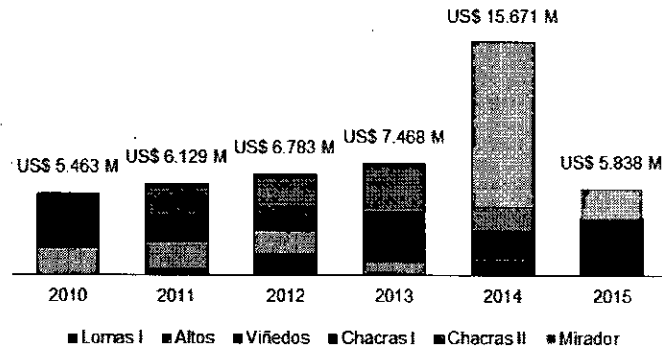
- Fitrey S.A. es propietaria de los primeros desarrollos denominados "Lomas de La Tahona I" y "Altos de La Tahona", los cuales se encuentran mayormente vendidos.
- Moraine S.A. es propietaria de los proyectos en desarrollo: "Viñedos de La Tahona" (obtuvo la aprobación en oct'12); y "Chacras de La Tahona I" (fraccionamiento de chacras rurales desarrollado en 2011, cuenta con las autorizaciones necesarias). Esta sociedad adquirió el terreno de tres hectáreas lindera a Viñedos.
- Elysen S.A. es propietaria del proyecto "Lomas de La Tahona II", lindero a "Lomas de La Tahona I" y del fraccionamiento de chacras rurales denominado "Chacras de La Tahona II". Estos proyectos concentrarán las ventas en los próximos años
- Olbinco S.A lleva a cabo el proyecto "Mirador de La Tahona".
- Dos Homeros llevará a cabo el proyecto "Urbanización del Lago".

Operaciones

Durante 2015 se cerraron operaciones de venta por 133 lotes que representaron un monto de US\$ 7.79 millones y se firmaron contratos de reserva por 62 lotes recibiendo US\$ 1.4 millones como adelanto. Esto compara con la venta de 102 lotes por un valor total de US\$ 8.6 millones y reserva de 153 con un adelanto de US\$ 3.0 millones. Las ventas de 2015 se concentraron en el Mirador y Los Viñedos. La venta de chacras le permite acelerar la monetización de sus activos con menores requerimientos de obras, aunque a un precio promedio inferior.

La cartera de créditos por cobrar al 31/12/2015 resultó en US\$ 12 millones (versus 16.6 millones de 2014).

**Operaciones de venta
(en M US\$)**



En 2015 se compraron 44 Has para desarrollar el complejo "Urbanización del Lago" que se destinará más de un 60% a la implantación de un lago de 8 Has y parquización y áreas comunes. En la superficie neta se prevé construir edificios de tres plantas en propiedad horizontal Proyecto La Toscana. El costo de la tierra fue de US\$ 3.0 millones.

Los precios promedio aumentaron a 84 US\$/m² de US\$ 46 en el ejercicio anterior ya que sobre pesaron la venta de 12 terrenos en Lomas de La Tahona que poseen precios más elevados que el resto de los proyectos.

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.

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.

Desde 2010 el total de inversiones en obras de urbanización y adquisición de tierras superó los US\$ 10 MM. A la fecha, la mayor parte de las inversiones correspondientes a los proyectos desarrollados comercialmente ya fue realizada.

En relación a nuevos proyectos, la compañía enfrenta un plan de obras de largo plazo por US\$ 11 MM en los próximos 5 años. Este plan tiene en cuenta el desarrollo de las tierras que a la fecha se encuentran en el activo de compañía. La mayoría de estas inversiones no son mandatorias y pueden demorarse ante necesidades puntuales de liquidez, o ventas inferiores a las previstas.

Se encuentran pendiente el lanzamiento e inversiones relacionadas con Lomas de La Tahona II, Chacras II, La Toscana y Urbanización del Lago. Estos últimos desarrollos forman parte de la estrategia de la compañía de incursionar en el negocio de la propiedad horizontal, el

primero de ellos (La Toscana con siete módulos de departamentos en un predio de 3ha entre los barrios Viñedos y Chacras I), para el cual la mayoría de las inversiones se encuentran ya realizadas, se estará comenzando a comercializar en el segundo trimestre de 2016. En esta primera fase, Runtuna permanecería aislado del riesgo de construcción, dado que su rol se limitaría a la venta de los lotes y la construcción se llevaría a cabo a través de fideicomisos al costo u otras iniciativas de bajo riesgo para la compañía.

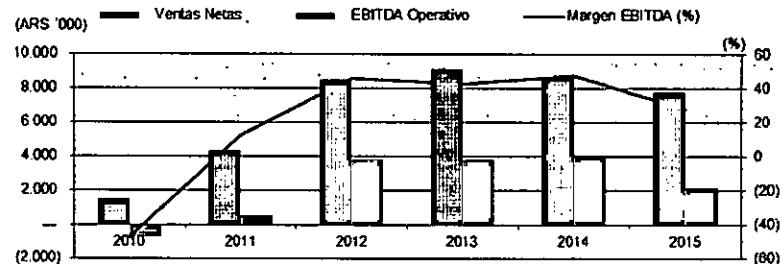
El riesgo de construcción para el negocio de lotes, chacras y macrolotes se considera moderado dada las características de las obras y la experiencia de la compañía y del estudio de arquitectura en el desarrollo de obras de este tipo. A su vez, dado que se trata de ampliaciones de los proyectos existentes existen sinergias con las inversiones ya realizadas.

Perfil financiero

Rentabilidad

El EBITDA del ejercicio 2015 bajó a US\$ 2.1 MM, frente a US\$ 4.1 MM el año anterior. El margen de EBITDA se ubicó en 27.5% a dic'14 versus 47.8% 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. En los próximos años esperamos que el EBITDA retome a los niveles cercanos al 45%, en función del mayor número de escrituras aunque podría existir cierta volatilidad en algún período. Fix prevé que el EBITDA sea de entre US\$ 3.2 – 4.7 MM en 2016 y 2017.

Evolución Ventas - EBITDAR



Fuente: Información de la empresa

Flujo de Fondos

En 2015 el flujo de caja operativo cerró en US\$ 3 millones, el mismo resultó acotado ya que a diciembre la compañía tenía operaciones pendientes por escriturar por US\$ 6.9 millones. En el último ejercicio, la compañía ha mostrado un flujo libre negativo, acorde con lo previsto, producto de las inversiones realizadas (US\$ 6.4 MM) y los dividendos distribuidos (US\$ 3.3MM). Los dividendos fueron distribuidos antes de la emisión de las Obligaciones Negociables, cumpliendo con las limitaciones estipuladas en el compromiso de ON.

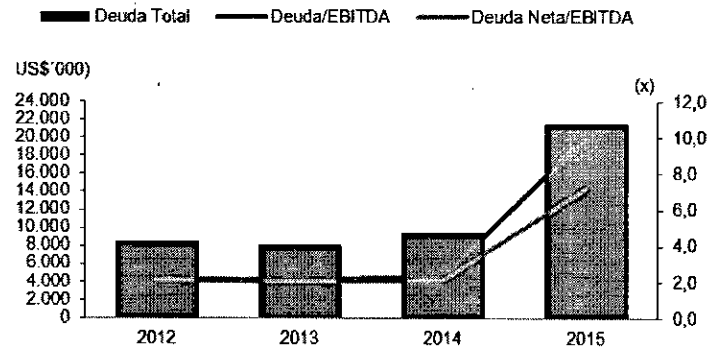
Para el corriente año, se espera que el flujo de fondos libre continuo negativo, en función de las inversiones previstas para 2016 que rondarán los US\$ 3.0 MM. La compañía no realizará pago de dividendos ya que la distribución para este año se encuentra restringida en las condiciones de las Obligaciones Negociables. Fix prevé que en el corriente ejercicio el flujo de fondos libre continúe negativo, el cual será fondeado con la caja de la compañía.

Liquidez y estructura de capital

Históricamente la compañía se financió con aportes de capital de los accionistas, ventas de lotes y endeudamiento para financiar la adquisición de tierras. La emisión de ON Serie I le permitió repagar los préstamos que había tomado para la compra de tierras. La ON Serie II le permitió cancelar endeudamiento bancario y obtener fondos para inversiones.

A dic'15 la deuda ascendía a US\$ 21.5 millones, la cual contempla principalmente de las ON Serie II por US\$ 20.0 MM, y préstamos con relacionadas por US\$ 1.5 millones. A diciembre'15 el ratio de Deuda neta /EBITDA cerró en 7.2x, estando en los niveles esperados por Fix para dicho período. A su vez el ratio de (EBITDA+créditos por cobrar)/Deuda llegó a 3.71x.

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa

La emisión de las Obligaciones Negociables Serie II con pagos de capital a partir de 2021, le permitió a la compañía mejorar su situación de liquidez. A diciembre'15 la caja en inversiones alcanzaba los US\$ 6,1 millones y los intereses a pagar rondan los US\$ 1,1 millones anuales. A futuro, la liquidez también estará apoyada sobre la importante cartera de créditos a cobrar. A diciembre'15 las cuentas por cobrar US\$ 12 millones. Las ON cuentan con una garantía constituida por un fideicomiso formado por tierras y créditos cedidos que al 31/12/2015 alcanzaron un monto estresado de US\$ 25,7 MM y brindaban una cobertura al préstamo del 128%.

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 (acceso a los mercados de capitales y financieros, bonos, préstamos bancarios y acciones).

La compañía accedió dos veces al mercado de capitales para obtener financiamiento de largo plazo. En caso de necesidades de financiamiento cuenta con apoyo de los accionistas o relacionadas, y ha obtenido fondos exitosamente en el sistema financiero.

Anexo I. Resumen Financiero

Resumen Financiero - Runtuna S.A.

(miles de USD, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras consolidadas	NIIF <u>2015</u>	NIIF <u>2014</u>	NIIF <u>2013</u>	<u>2012</u>	<u>2011</u>
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	2.143	4.134	3.849	3.876	553
EBITDAR Operativo	2.143	4.134	3.849	3.875	553
Margen de EBITDA	27,6	47,8	42,2	45,8	12,7
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	7,7	6,3	28,2	20,4	8,9
Margen del Flujo de Fondos Libre	(86,1)	0,6	2,0	(4,3)	(25,1)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	0,5	16,3	34,5	37,8	(3,4)
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	1,2	2,4	7,2	4,1	1,5
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	1,2	7,7	5,7	5,2	0,7
EBITDA / Servicio de Deuda	1,2	1,5	1,5	1,2	0,3
FGO / Cargos Fijos	1,2	2,4	7,2	4,1	1,5
FFL / Servicio de Deuda	(2,7)	0,2	0,3	0,1	(0,2)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,7	0,5	0,5	0,2	0,2
FCO / Inversiones de Capital	0,5	1,0	1,1	0,8	(1,1)
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	9,6	7,4	1,7	2,8	7,4
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	10,0	2,3	2,1	2,2	15,2
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	7,2	2,1	2,0	2,1	13,8
Costo de Financiamiento Implícito (%)	11,7	6,2	6,2	6,6	8,4
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,0	0,2	0,2	0,3	0,1
Balance					
Total Activos	37.143	27.571	20.723	17.406	14.374
Caja e Inversiones Corrientes	6.101	750	329	377	733
Deuda Corto Plazo	14	2.221	1.889	2.400	1.020
Deuda Largo Plazo	21.512	7.250	6.198	6.032	7.360
Deuda Total	21.526	9.471	8.087	8.432	8.380
Deuda asimilable al Patrimonio					0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	21.526	9.471	8.087	8.432	8.380
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	21.526	9.471	8.087	8.432	8.380
Total Patrimonio	7.462	10.721	9.068	6.400	4.367
Total Capital Ajustado	28.988	20.192	17.155	14.832	12.747
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	424	733	4.167	2.283	378
Variación del Capital de Trabajo	2.589	3.568	(586)	(943)	(958)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	3.013	4.301	3.581	1.340	(580)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(6.416)	(4.245)	(3.395)	(1.707)	(510)
Dividendos	(3.300)	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(6.703)	56	186	(367)	(1.090)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	(40)	(70)
Otros Inversiones, Neto	0	(264)	110	0	0
Variación Neta de Deuda	12.054	830	(344)	51	(1.256)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	241
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	6.361	422	(48)	(366)	(2.175)
Estado de Resultados					
Ventas Netas	7.788	8.645	9.128	8.470	4.346
Variación de Ventas (%)	(9,9)	(5,3)	7,8	94,9	189,9
EBIT Operativo	2.143	4.096	3.819	3.853	553
Intereses Financieros Brutos	1.810	540	674	742	754
Resultado Neto	41	1.609	2.668	2.033	(148)

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 20 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 Inicial de las Garantías:

El valor total de los activos cedidos al fideicomiso a la fecha de emisión alcanzaba US\$ 34.4 MM. De esta forma, la garantía en Inmuebles y Cuentas por Cobrar representó un 172% del monto total a emitir.

Se estima que el valor total y el porcentaje de cobertura a la fecha de emisión serán muy similares a los valores citados.

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 fideicomitidos 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 25 de abril de 2016, confirmó* en **Categoría A(uy)** a las Obligaciones Negociables Serie 2 por hasta US\$ 20 MM emitidas Runtuna S.A.

Las calificación cuenta con **Perspectiva Estable**.

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

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

Crterios Relacionados

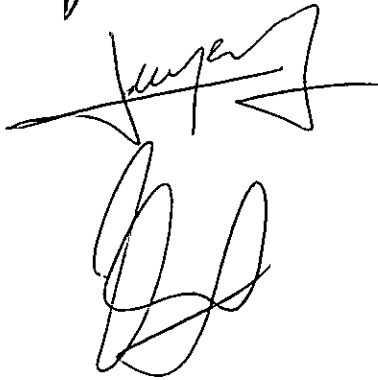
Manual de calificación de empresas instrumentos de deuda y acciones. Registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en www.bcu.gub.uy

Fuentes

- Balances generales auditados hasta el 31/12/2015.
- 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 US\$ 20 MM.

Sanabria

Juarez



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](http://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.

