Fitch confirma en BBB(uy) las ONs de Runtuna S.A.

29 de abril de 2011

Uruguay-Buenos Aires: Fitch Uruguay confirmó en Categoría BBB(uy) a las Obligaciones Negociables Serie I por hasta US$ 8 millones emitidas por Runtuna S.A. La perspectiva es estable. 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. 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. 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 y 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, con lo cual no se contabilizaron en los Estados Contables a dic'10 como ingresos. 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 compañía se encuentra avanzando con el plan de obras por US$ 4.1 MM a financiar con los fondos de la emisión de ONs. A dic'10 el avance de obra se encontraba en un 26%. 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. A la fecha, los bienes cedidos valuados con los descuentos estipulados cubren en 1.4x el saldo de las ONs. 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. 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. El plazo de vencimiento es de 8 años, con dos años de gracia, cuotas de capital semestrales iguales y consecutivas, e intereses semestrales a una tasa fija del 7% anual. 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. 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. Contactos: Analista Principal Fernando Torres Associate Director +54 11 5235 8124 Fitch Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. Analista Secundario Gabriela Catri Director +54 11 5235 8129 Relación con los medios: Laura Villegas – Buenos Aires – 5411 52358139 – laura.villegas@fithcratings.com Fitch utilizó el criterio master 'Corporate Rating Methodology', del 16 de agosto de 2010, disponible en www.fitchratings.com, así como el Manual de Calificación presentado ante el Banco Central de Uruguay. El informe correspondiente se encuentra disponible en el website de Fitch Uruguay www.fitchratings.com.uy