

HRU S.A. (HRU)

Factores relevantes de la calificación

Sólida posición competitiva: La calificación se sustenta en el liderazgo de HRU en el área metropolitana de Montevideo y el grado de madurez de negocio alcanzado. La compañía detenta una generación de flujo operativo estable que refleja la optimización de las operaciones de los juegos de slots, resultado de su objetivo permanente de seguir consolidando las posiciones de liderazgo de las salas de esparcimiento que opera actualmente y de la regulación nacional estable. A diciembre 2023, con una actividad normalizada, HRU recuperó los niveles de ventas de pre-pandemia, ascendiendo a USD 60,5 millones. Por su parte, el EBITDA resultó en USD 16 millones con un margen del 26,4%, más cercano al promedio registrado en el período 2016-2020 del 33,6%. Hacia adelante, FIX espera un EBITDA en el rango de USD 16-17 millones con un margen cercano al 27%.

Recuperación de la generación de fondos: FIX entiende que dado el recupero de actividad de la compañía a niveles previos a la pandemia (COVID-19) HRU logró recuperar el nivel de flujo de caja operativo (FCO) a partir de 2023. FIX estima un FCO para 2024 en torno a USD 14 millones que resultará suficiente para pagar inversiones de mantenimiento por USD 3 millones y dividendos estimados en USD 5,5 millones. Al respecto, en noviembre 2022 se produjo la apertura de una nueva sala en Nuevo Centro Shopping en reemplazo de la sala en Pando, arrendada a la Dirección General de Casinos (DGC). Con esta nueva sala la cuota que cobraría HRU pasaría a ser en torno a USD 564 mil mensuales, en reemplazo de la cuota por USD 130 mil mensuales que recibían por la sala en Pando. En tanto, en 2023 HRU cobró una cuota única inicial de aproximadamente por USD 1 millón.

Relación con CODERE: La situación crediticia del grupo CODERE aún continúa debilitada. Habiendo finalizado el 15 de noviembre 2021 su reestructuración iniciada en abril 2021. La misma se derivó del cierre de la actividad en varios de los países donde opera. La reestructuración incluyó nuevo endeudamiento por EUR 225 millones, capitalización de deuda por EUR 350 millones y extensión de los plazos de deuda no capitalizada. La capitalización implicó un cambio de control, el cual no tiene impacto directo sobre el control de HRU, que continuará siendo CODERE Uruguay S.A. Bajo la estructura de endeudamiento de grupo CODERE no existen garantías, fianzas ni cláusulas de incumplimientos cruzados con HRU. FIX monitoreará que un empeoramiento de la situación crediticia del grupo CODERE, la política de dividendos o cambios en las decisiones estratégicas no impacten negativamente en la flexibilidad financiera y la liquidez de la compañía.

Negocio expuesto a la volatilidad del tipo de cambio y regulación gubernamental: La generación de fondos de HRU se puede ver afectada por las variaciones del tipo de cambio de Uruguay y por ser una actividad regulada. Un retraso cambiario con salarios ajustables en pesos por encima de la variación del tipo de cambio o cambios regulatorios y/o políticos podría afectar la generación de ingresos futura.

Sensibilidad de la Calificación

FIX considera que dado el recupero de actividad a niveles previos a la pandemia (COVID-19) HRU logró recuperar el nivel de flujo de caja operativo a partir de 2023. No obstante, las calificaciones podrían verse afectadas negativamente por: (i) empeoramiento de la situación crediticia del grupo CODERE que impacte en la flexibilidad financiera en HRU. (ii) sostenida agresividad en la distribución de dividendos con Flujo de Fondos Libre negativo (iii) cambios normativos. (iv) confluencia de factores macroeconómicos propios de Uruguay o de países vecinos que afecten significativamente la demanda.

No se espera una suba de calificación en el corto plazo.

Informe Integral

Calificaciones

| | |
|---|-------|
| Emisor de largo plazo | A(uy) |
| ON Serie 1 en pesos ajustables por UI* por hasta U\$S 30 millones** | A(uy) |
| ON Serie 2 por hasta U\$S 10 millones** | A(uy) |

Perspectiva

Estable

*Unidades Indexadas

** En ningún caso el monto total emitido bajo las ON Serie 1 y las ON Serie 2 de la Emisión superará, en conjunto, la suma de U\$S 30 millones

Resumen Financiero

| HRU S.A. | 31/12/23 | 31/12/22 |
|--------------------------|-----------|-----------|
| Consolidado (UY\$ miles) | 12 meses | 12 meses |
| Total Activos | 3.064.920 | 2.925.378 |
| Deuda Financiera | 1.156.842 | 1.210.029 |
| Ingresos | 2.350.438 | 2.110.014 |
| EBITDA | 621.254 | 543.232 |
| EBITDA (%) | 26,4 | 25,7 |
| Deuda Total / EBITDA (x) | 1,9 | 2,2 |
| EBITDA / Intereses (x) | 10,1 | 11,0 |

Criterios Relacionados

[Manual de Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas, Registrado ante el Banco Central del Uruguay.](#)

Analistas



Analista Principal
 Gustavo Avila
 Senior Director
gustavo.avila@fixscr.com
 +54 11 5235 8119



Responsable del Sector
 María Cecilia Minguillón
 Senior Director
cecilia.minguillon@fixscr.com
 +54 11 5235 8123

Liquidez y Estructura de capital

Adecuada liquidez y estructura de vencimientos en largo plazo: Históricamente HRU ha presentado una liquidez adecuada, cubriendo con caja + EBITDA la deuda de corto plazo, a excepción de 2021 afectado por la pandemia (COVID-19). A diciembre 2023, la compañía poseía caja por USD 3,6 millones, cubriendo en 0,9x los vencimientos de corto plazo. En tanto, si consideramos caja + EBITDA / Deuda de Corto Plazo la cobertura era por 5,1x. En tanto, la deuda financiera de HRU a diciembre 2023 era de USD 29,6 millones compuesta por USD 7 millones en préstamos bancarios y el remanente por dos emisiones de ON realizadas en noviembre 2019. En tanto, el 87% se concentraba en el largo plazo. A diciembre 2023, el ratio de endeudamiento resultó en 1,9x con coberturas de intereses por 10,1x. Hacia adelante, FIX en su caso base considera que el ratio de deuda/EBITDA resultará en torno a 1,5x con adecuadas coberturas de intereses.

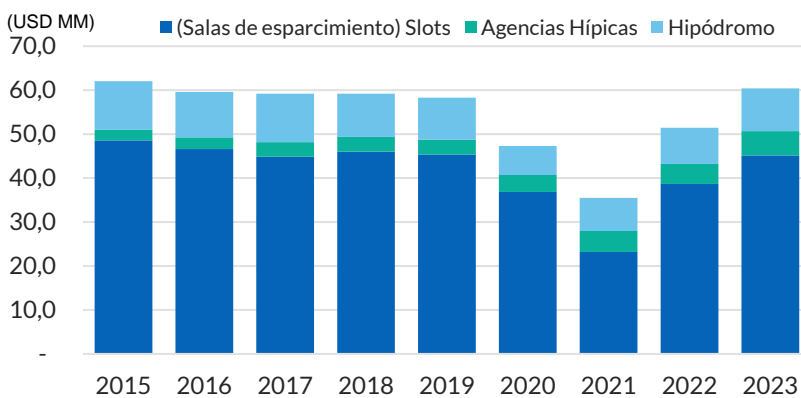
Perfil del negocio

HRU pertenece al Grupo CODERE y opera las concesiones de dos hipódromos, Hipódromo Nacional de Maroñas (hasta 2032) e Hipódromo Las Piedras (hasta 2042), y cinco salas de entretenimiento con máquinas de juego (slots) en el área metropolitana de Uruguay.

Los ingresos de la compañía incluyen tres segmentos: (1) Arrendamiento de las salas de entretenimiento o "Slots", (2) operación de los Hipódromos de Maroñas y de Las Piedras, y (3) operación de Agencias Hípicas (venta y toma de apuestas sobre carreras en hipódromos internacionales).

La compañía cuenta con más de 1.600 máquinas, 24 terminales de apuestas, 5 salas de juego, 2 hipódromos y Actividad online.

Ventas por segmento

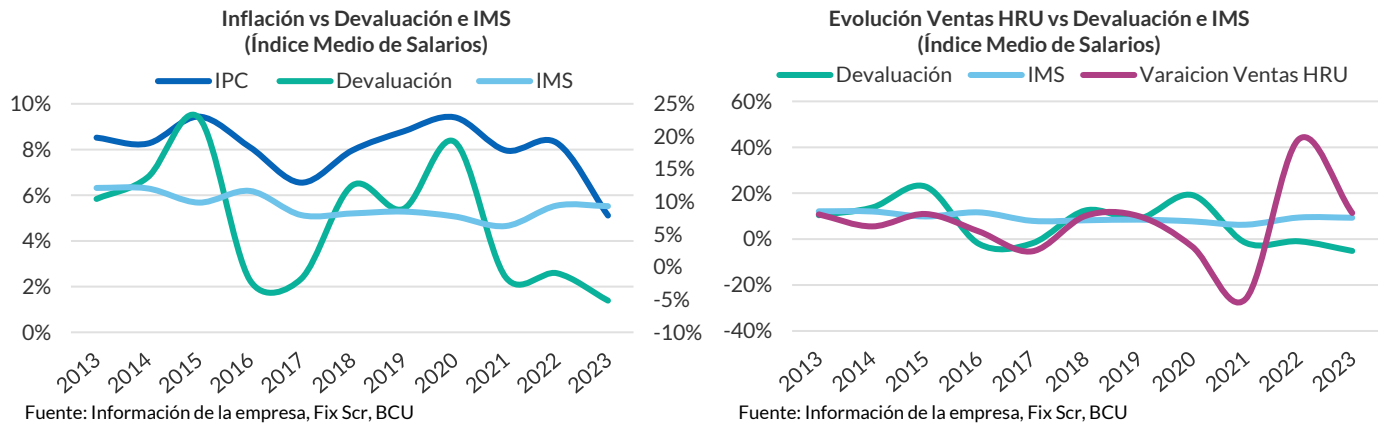


Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Como consecuencia de la emergencia sanitaria la Dirección General de Casinos (DGC) dispuso el cierre temporal de las salas primero desde el 16 de marzo de 2020 al 6 de agosto de 2020 y posteriormente desde el 25 de marzo de 2021 al 12 de julio de 2021. Adicionalmente las competencias hípicas desde el 15 de marzo de 2020 al 16 de mayo de 2020. Las operaciones mantienen un estricto protocolo sanitario que incluye una distancia mínima entre las máquinas de juego.

El método de cobranzas en el segmento de arrendamiento de salas y el ahorro de ciertos costos durante los meses de cierre de actividad le permitieron lograr un EBITDA del USD 21.5 millones en 2020 con un margen del 45.4% y un EBITDA del USD 3.3 millones en 2021 con un margen del 9.3%. En tanto, en el ejercicio 2021 el canon mensual para cada sala de juego se estipuló calculando la sumatoria del 39.2% de los ingresos netos mensuales en dólares del año anterior dividido doce, utilizando para ello el tipo de cambio promedio mensual del Banco Central del Uruguay. El cierre anual para el recalcu varia por sala, recalculándose dos salas en julio, dos en septiembre y una en diciembre. En 2023, con una actividad normalizada, el EBITDA fue de USD 16 millones con un margen del 26.4%.

La generación de fondos de HRU se puede ver afectada por las variaciones del tipo de cambio de Uruguay y por ser una actividad regulada. Un retraso cambiario con salarios ajustables en pesos por encima de la variación del tipo de cambio o cambios regulatorios y/o políticos podría afectar la generación de ingresos futura. Al respecto, en 2023 el peso se revalorizó 5,1% mientras que el índice de los salarios registró un ajuste del 9,3%. En tanto, los ingresos de la compañía resultan beneficiados por la devaluación cambiaria del peso uruguayo, ya que sus ingresos se encuentran denominados en dólares. A continuación, se exponen los ingresos de la compañía en pesos y la evolución de estos vs la devaluación.



Arrendamiento de salas de esparcimiento “slots” (75% de los ingresos netos en el ejercicio 2023)

El principal segmento operativo consiste en el arrendamiento por parte de HRU a la Dirección General de Casinos (DGC) de cinco locales de esparcimiento bajo el sistema “mixto” de explotación, incluyendo todos los bienes muebles, instalaciones y equipamiento de juego (slots) necesarios para la explotación de las salas por parte de la DGC. En contraprestación la DGC abona a HRU un precio el cual se ajusta anualmente de acuerdo al rendimiento obtenido por cada una de las salas en el año inmediato anterior.

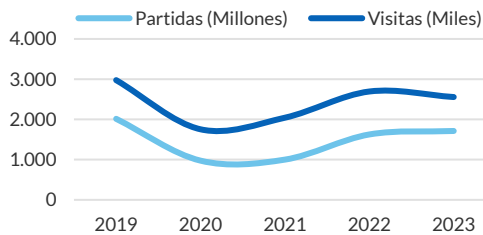
Los ingresos de HRU representan un 39,2% de los ingresos netos del juego (juego: monto de las apuestas menos el pago de los premios a los apostadores) de cada sala del año inmediato anterior. A su vez, HRU posee el derecho de operar los servicios anexos ofrecidos en las salas (por ejemplo, la gastronomía).

HRU arrienda cinco salas, tal como lo estipula el contrato de concesión: 18 de julio, Montevideo Shopping Center, Géant, Las Piedras y Nuevo Centro Shopping. Dos de las salas se encuentran ubicadas en Montevideo y tres en Canelones, todas en el área metropolitana de Montevideo. Los espacios son alquilados por HRU a los distintos proveedores, a través de contratos de largo plazo.

Al respecto, en noviembre 2022 se produjo la apertura de una nueva sala en Nuevo Centro Shopping en reemplazo de la sala en Pando, arrendada a la Dirección General de Casinos (DGC). Esta nueva sala incrementa los ingresos del segmento dado que ocupa el tercer lugar en la participación de los mismos, mientras que la Sala en Pando ocupaba el último lugar.

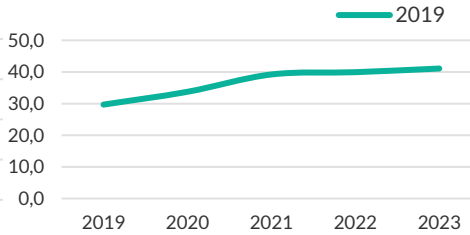
En el ejercicio 2023, este segmento obtuvo ingresos por USD 45,3 millones, un 11% por encima del ejercicio 2022, recuperando buenos niveles de actividad, aunque por debajo de los niveles de pre-pandemia. Si bien, las visitas se mantienen estables, se nota cierta tendencia de los usuarios a jugar por mayores montos, aumentando el tique (\$/Partida) promedio en los últimos años.

Evolución Actividad de Casinos



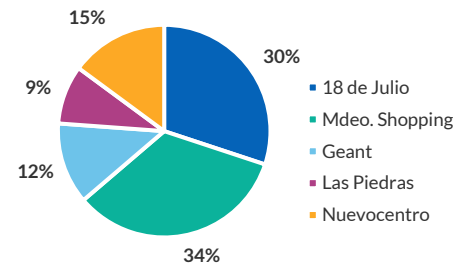
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Evolución Actividad de Casinos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Ingresos por Sala 2023



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Operación de Hipódromos (16% de los ingresos netos en el ejercicio 2023)

HRU cobra el monto total de las apuestas, entradas abonadas por el público, los aranceles por el uso de las caballerizas, los ingresos por publicidad dentro del hipódromo, los ingresos por la explotación directa o por concesión de terceros de servicios anexos y los aranceles de inscripción de los caballos a las carreras de ambos hipódromos.

Del total apostado, HRU debe reservar un porcentaje predeterminado de sus ingresos en cada negocio para el aporte al premio hípico para las competencias realizadas en Hipódromo Maroñas. De acuerdo al contrato de concesión, el fondo para financiar los premios hípicos de las competencias hípicas se determina de la siguiente manera:

- 12,5% se deduce del precio del arrendamiento de las salas de esparcimiento.
- 33% del monto apostado por competencias hípicas neto de premios en Maroñas y 30% de los ingresos por apuestas netas de los premios al apostador en Las Piedras.
- 50% de los ingresos netos por la venta de señal de las carreras del exterior.
- Aporte de la DGC estima con el 10% de los ingresos de las salas de juegos estimadas en el año anterior.
- 3% del ingreso bruto recaudado en las agencias hípicas.

En el contrato de concesión se estipulan un mínimo de 90 reuniones anuales, con al menos 7 carreras cada una. Actualmente, cada reunión tiene un promedio de 10 carreras realizando aproximadamente 900 carreras por año. Las reuniones hípicas se llevan a cabo los fines de semana y los días festivos.

Actualmente este negocio se encuentra en evolución, dado que la tendencia de los usuarios está migrando de modalidad, de apuestas presenciales a apuestas no presenciales. Los usuarios optan mayormente por apostar desde el teléfono en lugar de hacerlo en las cajas y pueden hacerlo desde el Hipódromo o mirando la carrera en la web. Este cambio ha dado como resultado un aumento sostenido de las apuestas en los últimos años y tiende a bajar los costos de la actividad.

En el ejercicio 2023, este segmento obtuvo ingresos por USD 9,8 millones, un 12% por encima del ejercicio 2022, recuperando los niveles de pre-pandemia.

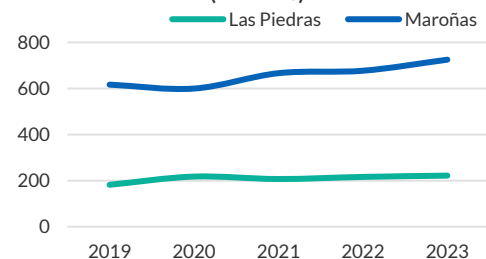
Agencias Hípicas (9% de los ingresos netos en el ejercicio 2023)

Corresponde a los ingresos generados por las agencias hípicas internacionales con intercambio a través de la emisión de señales televisivas de hipódromos. La venta y toma de apuestas sobre carreras de hipódromos y la administración y explotación de los servicios conexos son prestadas por la compañía. El último tiempo ha crecido la venta de señal debido al impulso que generó la pandemia, al ser uno de los pocos hipódromos que permaneció en actividad.

Estructura de Costos

HRU presenta una estructura de costos constante, con un costo de ventas representando un 71% en promedio de las ventas (últimos cinco ejercicios) y se caracteriza por una importante participación de costos laborales, en torno al 35% y costos de mantenimiento, limpieza y seguridad en torno al 9%. Durante 2023 el costo de ventas resultó un 73%, alineado con su promedio histórico.

Evolución Apuestas Hipódromos (Millones)



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Posición Competitiva

En términos competitivos, el mercado relevante para las salas de esparcimiento de HRU está conformado por aquellas salas y casinos que se localizan en el área metropolitana de Montevideo. Estas totalizan nueve establecimientos que ofrecen más de 3.000 slots. HRU es el líder consolidado de este mercado con 5 establecimientos y más de 1.600 slots. Se estima que cuenta con el 80% de participación de mercado en Montevideo y Canelones. Solo tiene un competidor relativamente fuerte, sala Victoria Plaza, y otras salas menores.

Administración y calidad de los accionistas

El accionista de HRU es Codere Uruguay S.A. que a su vez es parte de Grupo Codere, una compañía multinacional de origen español, referente en el sector del juego privado en Europa - España e Italia - y en Latinoamérica - Argentina, Uruguay, Brasil, Colombia, Panamá y México. Adicionalmente, Codere Online, es la primera empresa latinoamericana de juego online en cotizar en el Nasdaq, no obstante, actualmente representa menos del 10% de los ingresos del grupo pero cuenta con una gran proyección de crecimiento hacia el futuro. Por su parte, Los ingresos de Uruguay representan el 5% de los ingresos del grupo. Bajo la estructura de endeudamiento de CODERE Finance 2 (Luxembourg) S.A., no existen garantías, fianzas ni cláusulas de incumplimientos cruzados con HRU.

Factores de Riesgo

Riesgo del Sector

HRU presenta una sólida posición de liderazgo en el área metropolitana de Montevideo y un grado de madurez de negocio alcanzado. La compañía detenta una generación de flujo operativo estable (en situaciones no pandémicas) que refleja la optimización de las operaciones de los juegos de slots, resultado de su objetivo permanente de seguir consolidando las posiciones de liderazgo de las salas de esparcimiento que opera actualmente.

La generación de fondos de HRU se puede ver afectada por las variaciones del tipo de cambio de Uruguay y por ser una actividad regulada. Un retraso cambiario con salarios ajustables en pesos por encima de la variación del tipo de cambio o cambios regulatorios y/o políticos podría afectar la generación de ingresos futura. Al respecto, en 2023, el peso se revalorizó 5,1% mientras que el índice de los salarios registró un ajuste del 9,3%. En tanto, los ingresos de la compañía resultan beneficiados por la devaluación cambiaria del peso uruguayo, ya que sus ingresos se encuentran denominados en dólares.

Factores de Riesgo de la Compañía

- **Riesgo de descalce de moneda:** La rentabilidad de la empresa se encuentra expuesta al riesgo de descalce de moneda y podría verse deteriorada ante un persistente retraso cambiario, dado que los ingresos están denominados en dólares mientras que los costos se encuentran indexados en pesos.
- **Actividad regulada:** Los ingresos del sub-arrendamiento de las salas de juego dependen del pago en tiempo y forma de la Dirección General de Casinos. Adicionalmente, el ingreso de nuevos competidores, principalmente en el negocio de Slots, constituye un riesgo al que está expuesta la Compañía. Actualmente, existen gestiones de la DGC tendientes a la apertura de una sala de esparcimiento en el Shopping Costa Urbana en el Departamento de Canelones, lo que podría suponer un incremento de la intensidad competitiva principalmente para la sala Géant (12% de los ingresos del segmento).
- **Disminución de los salarios reales:** Este hecho podría implicar una reducción del nivel de juego en general, ya que depende del ingreso disponible de sus clientes, lo que conduciría a una disminución de los ingresos derivados de los Slots, la principal fuente de ingresos de HRU. No obstante, una caída en el salario real ayudaría a contener una gran parte de los costos.

Perfil financiero

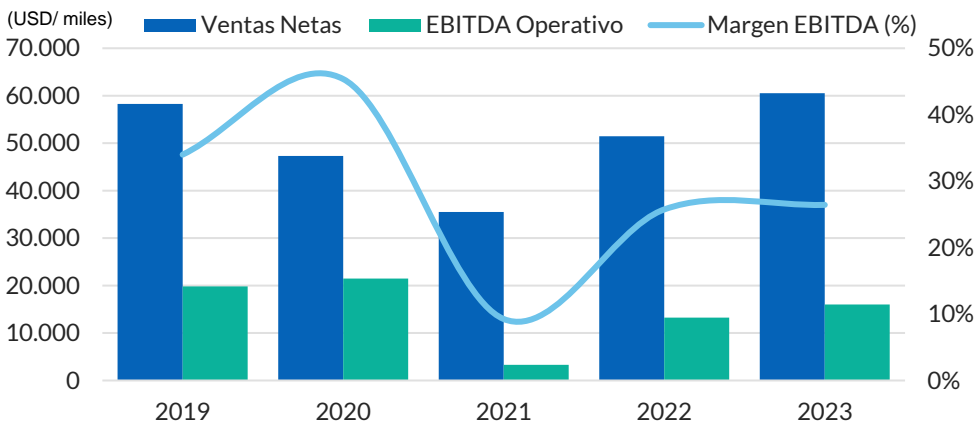
Rentabilidad

A diciembre 2023, con una actividad normalizada, HRU recuperó los niveles de ventas de pre-pandemia, ascendiendo a USD 60,5 millones. Por su parte, el EBITDA resultó en USD 16 millones con un margen del 26,4%, más cercano al promedio registrado en el período 2016-2020 del 33,6%.

En el ejercicio 2021 los ingresos y rentabilidad resultaron impactados por el cierre de las salas de juego desde mediados de marzo 2020 hasta el 6 de agosto 2020, dada la modalidad de cobranza. En tanto, el ejercicio 2022 también resultó impactado debido a que las salas de juego se mantuvieron cerradas en 2021 durante más de tres meses. A diciembre 2022, las ventas de HRU habían sido de USD 51,5 millones y el EBITDA de USD 13,8 millones con un margen del 26,7%.

Hacia adelante, FIX espera un EBITDA en el rango de USD 16-17 millones con un margen cercano al 27%.

Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flujo de fondos

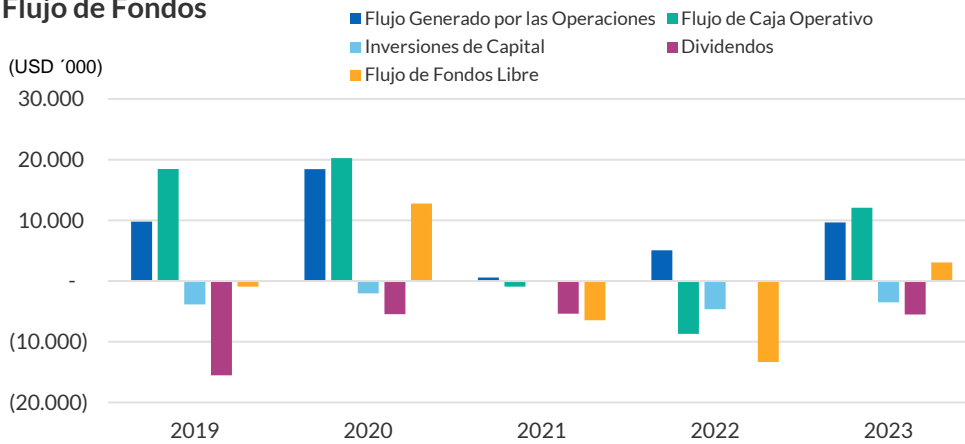
Históricamente, la compañía genera flujo de caja operativo positivo. No obstante, en 2021 y 2022 resultó negativo impactado por el cierre de las salas de juego en 2020 durante más de cuatro meses y el cierre de las salas de juego en 2021 durante más de tres meses, dada la modalidad de cobranza.

En tanto, a diciembre 2023, el flujo generado por las operaciones (FGO) resultó en USD 9,7 millones, que luego de una variación positiva del capital de trabajo en USD 2,4 millones, el flujo de caja operativo (FCO) resultó en USD 12,1 millones. Por su parte, las inversiones fueron de USD 3,5 millones y se repartieron dividendos por USD 5,5 millones, resultando un flujo de fondos libre positivo (FFL) por USD 3,1 millones.

Al respecto, en noviembre 2022 se produjo la apertura de una nueva sala en Nuevo Centro Shopping en reemplazo de la sala en Pando, arrendada a la Dirección General de Casinos (DGC). Con esta nueva sala la cuota que cobraría HRU pasaría a ser en torno a USD 564 mil mensuales, en reemplazo de la cuota por USD 130 mil mensuales que recibían por la sala en Pando. En tanto, en 2023 HRU cobró una cuota única inicial de aproximadamente por USD 1 millón.

Para 2024, FIX estima que un flujo de caja operativo en torno a USD 14 millones que resultará suficiente para pagar inversiones de mantenimiento por USD 3 millones y dividendos estimados en hasta USD 5,5 millones.

Flujo de Fondos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Estructura de capital

La deuda financiera de HRU a diciembre 2023 era de USD 29,6 millones compuesta por USD 7 millones en préstamos bancarios y el remanente por dos emisiones de ON realizadas en noviembre 2019. En tanto, el 87% se concentraba en el largo plazo. A diciembre 2023, el ratio de endeudamiento resultó en 1,9x con coberturas de intereses por 10,1x.

La ON Serie I se emitió por UY\$ 1.017.834.896 (equivalente a UI 234.335.190), la misma es pagadera en pesos uruguayos de acuerdo a la variación en el valor de las unidades indexadas. El capital será amortizado en cuotas mensuales y consecutivas, amortizándose el 10% del capital por año y venciendo en 2029. El capital devengará un interés equivalente al 4,25% anual.

La ON Serie II se emitió por USD 3,06 millones, siendo pagadera en dólares. El capital será amortizado en cuotas mensuales consecutivas, amortizándose el 10% del capital por año hasta 2029. El capital devengará un interés equivalente al 4,75% anual.

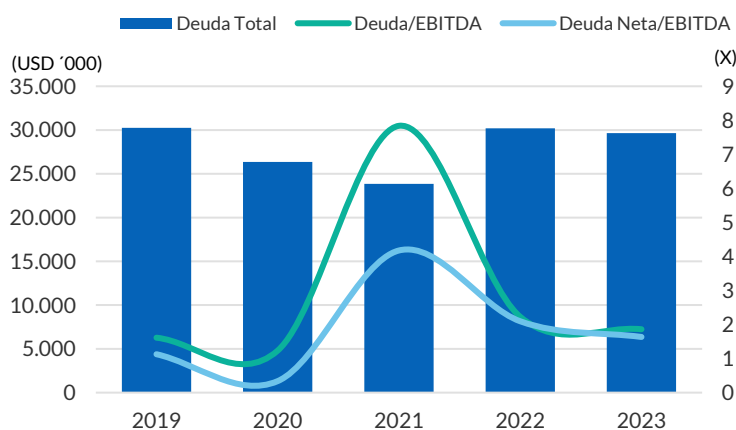
La amortización del 10% por año hasta 2029 se estima en USD 3,1 millones por año dependiendo de la fluctuación de las IU.

La Sociedad renovó el préstamo de Scotiabank por USD 4,4 millones, con vencimiento a enero 2025 y una tasa de interés del 6,75%.

Adicionalmente, la Sociedad mantiene un préstamo de Itaú por USD 2 millones (Línea abierta por USD 3 millones), con vencimiento a 60 días renovable y una tasa de interés del 6,85%.

Hacia adelante, FIX en su caso base considera que el ratio de deuda/EBITDA resultará en torno a 1,5x con adecuadas coberturas de intereses.

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Liquidez

Históricamente HRU ha presentado una liquidez adecuada, cubriendo con caja + EBITDA la deuda de corto plazo, a excepción de 2021 afectado por la pandemia (COVID-19). A diciembre 2023, la compañía poseía caja por USD 3,6 millones, cubriendo en 0,9x los vencimientos de corto plazo. En tanto, si consideramos caja + EBITDA / Deuda de Corto Plazo la cobertura era por 5,1x.

Liquidez - HRU S.A

| UY\$ '000 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EBITDA Operativo | 19.811 | 21.465 | 3.286 | 13.763 | 16.004 |
| Caja e Inversiones Corrientes | 9.097 | 19.125 | 11.143 | 1.782 | 3.610 |
| Deuda Corto Plazo | 3.055 | 26.353 | 23.851 | 4.588 | 3.835 |
| Deuda Largo Plazo | 27.191 | - | - | 25.609 | 25.811 |

Indicadores Crediticios

| | | | | | |
|--------------------------------------|-----|-----|-----|-----|-----|
| EBITDA / Deuda CP | 6,5 | 0,8 | 0,1 | 3,0 | 4,2 |
| EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP | 9,5 | 1,5 | 0,6 | 3,4 | 5,1 |
| Deuda Total / EBITDA | 1,5 | 1,2 | 7,3 | 2,2 | 1,9 |

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Fondeo y flexibilidad financiera

HRU detenta un probado acceso al mercado de crédito nacional, a través de sus sucesivas emisiones den el mercado de capitales uruguayo, como de sus líneas de crédito disponibles con bancos locales.

Anexo I – Resumen Financiero

Resumen Financiero - HRU S.A

(miles de UYU\$, año fiscal finalizado en diciembre)

Cifras Consolidadas

| Normas Contables | NIIF | NIIF | NIIF | NIIF | NIIF | NIIF |
|--|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Período | 2023 | 2022 | 2021 | 2020 | 2019 | 2018 |
| | 12 meses | 12 meses | 12 meses | 12 meses | 12 meses | 12 meses |
| Rentabilidad | | | | | | |
| EBITDA Operativo | 621.254 | 564.382 | 167.948 | 902.814 | 699.084 | 569.376 |
| EBITDAR Operativo | 621.254 | 564.382 | 167.948 | 902.814 | 699.084 | 569.376 |
| Margen de EBITDA | 26,4 | 26,7 | 11,4 | 45,4 | 34,0 | 30,4 |
| Margen de EBITDAR | 26,4 | 26,7 | 11,4 | 45,4 | 34,0 | 30,4 |
| Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%) | 19,6 | 13,4 | 7,2 | 39,8 | 22,5 | 37,5 |
| Margen del Flujo de Fondos Libre | 5,1 | (23,9) | (13,8) | 27,0 | (1,6) | (7,2) |
| Retorno sobre el Patrimonio Promedio | 28,0 | 31,9 | (1,0) | 53,4 | 41,9 | 31,5 |
| Coberturas | | | | | | |
| FGO / Intereses Financieros Brutos | 7,1 | 6,1 | 2,8 | 11,7 | 6,5 | 20,4 |
| EBITDA / Intereses Financieros Brutos | 10,1 | 11,4 | 3,5 | 12,4 | 11,2 | 18,8 |
| EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres) | 10,1 | 11,4 | 3,5 | 12,4 | 11,2 | 18,8 |
| EBITDA / Servicio de Deuda | 2,9 | 2,4 | 0,2 | 0,8 | 4,0 | 2,8 |
| EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda | 2,9 | 2,4 | 0,2 | 0,8 | 4,0 | 2,8 |
| FGO / Cargos Fijos | 7,1 | 6,1 | 2,8 | 11,7 | 6,5 | 20,4 |
| FFL / Servicio de Deuda | 0,9 | (2,0) | (0,1) | 0,5 | 0,2 | (0,5) |
| (FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda | 1,5 | (1,6) | 0,3 | 1,2 | 2,1 | (0,2) |
| FCO / Inversiones de Capital | 3,4 | (1,7) | 4,0 | 10,0 | 4,8 | 3,1 |
| Estructura de Capital y Endeudamiento | | | | | | |
| Deuda Total Ajustada / FGO | 2,6 | 4,0 | 7,9 | 1,3 | 2,8 | 1,3 |
| Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA | 1,9 | 2,1 | 6,3 | 1,2 | 1,6 | 1,4 |
| Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA | 1,6 | 2,0 | 3,4 | 0,3 | 1,1 | 1,2 |
| Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo | 1,9 | 2,1 | 6,3 | 1,2 | 1,6 | 1,4 |
| Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo | 1,6 | 2,0 | 3,4 | 0,3 | 1,1 | 1,2 |
| Costo de Financiamiento Implícito (%) | 5,2 | 4,3 | 4,4 | 6,5 | 6,6 | 4,7 |
| Deuda Garantizada / Deuda Total (%) | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%) | 12,9 | 15,2 | 100,0 | 100,0 | 10,1 | 22,6 |
| Balance | | | | | | |
| Total Activos | 3.064.920 | 2.925.378 | 2.438.341 | 2.744.665 | 2.329.853 | 1.898.546 |
| Caja e Inversiones Corrientes | 140.850 | 71.419 | 498.083 | 809.764 | 339.394 | 70.752 |

| | | | | | | |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Deuda Corto Plazo | 149.631 | 183.851 | 1.066.173 | 1.115.782 | 113.960 | 175.283 |
| Deuda Largo Plazo | 1.007.211 | 1.026.178 | 0 | 0 | 1.014.451 | 598.701 |
| Deuda Total | 1.156.842 | 1.210.029 | 1.066.173 | 1.115.782 | 1.128.411 | 773.985 |
| Deuda asimilable al Patrimonio | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio | 1.156.842 | 1.210.029 | 1.066.173 | 1.115.782 | 1.128.411 | 773.985 |
| Deuda Fuera de Balance | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio | 1.156.842 | 1.210.029 | 1.066.173 | 1.115.782 | 1.128.411 | 773.985 |
| Total Patrimonio | 1.068.530 | 1.024.585 | 821.596 | 1.011.144 | 686.220 | 872.772 |
| Total Capital Ajustado | 2.225.372 | 2.234.615 | 1.887.770 | 2.126.926 | 1.814.632 | 1.646.757 |
| Flujo de Caja | | | | | | |
| Flujo Generado por las Operaciones (FGO) | 374.823 | 249.485 | 87.763 | 775.022 | 345.432 | 587.187 |
| Variación del Capital de Trabajo | 93.810 | (563.985) | (61.914) | 76.441 | 306.383 | (6.902) |
| Flujo de Caja Operativo (FCO) | 468.633 | (314.500) | 25.849 | 851.463 | 651.815 | 580.286 |
| Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Inversiones de Capital | (136.237) | (190.036) | (6.400) | (85.138) | (135.880) | (189.245) |
| Dividendos | (213.568) | 0 | (222.605) | (229.600) | (548.260) | (526.272) |
| Flujo de Fondos Libre (FFL) | 118.829 | (504.535) | (203.156) | 536.726 | (32.324) | (135.231) |
| Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto | 0 | 0 | 0 | (3.648) | (4.433) | 0 |
| Otras Inversiones, Neto | 3.790 | (23.685) | 4.924 | 5.956 | 2.675 | 2.159 |
| Variación Neta de Deuda | (53.188) | 143.856 | (137.570) | (176.715) | 300.153 | 177.568 |
| Variación Neta del Capital | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Otros (Inversión y Financiación) | 0 | 0 | 87.962 | 108.053 | 2.571 | 0 |
| Variación de Caja | 69.431 | (384.364) | (247.841) | 470.371 | 268.642 | 44.496 |
| Estado de Resultados | | | | | | |
| Ventas Netas | 2.350.438 | 2.110.014 | 1.470.176 | 1.989.872 | 2.056.466 | 1.870.064 |
| Variación de Ventas (%) | 11,4 | 43,5 | (26,1) | (3,2) | 10,0 | 10,1 |
| EBIT Operativo | 460.210 | 408.791 | 1.294 | 672.768 | 452.415 | 347.437 |
| Intereses Financieros Brutos | 61.774 | 49.392 | 48.011 | 72.558 | 62.622 | 30.299 |
| Alquileres | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Resultado Neto | 271.476 | 245.290 | (8.751) | 554.524 | 361.707 | 309.999 |

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
- USD: dólares americanos
- Uy\$ o Pesos: pesos uruguayos
- EUR: Euros
- Slot: Máquinas de juegos de azar

Anexo III – Características de la Emisión

Las ON calificadas han sido emitidas bajo el Programa de Emisión de Obligaciones Negociables, inscripto en el Registro de Valores del Banco Central del Uruguay (BCU) de fecha 15 de noviembre de 2019. El monto máximo del Programa de Emisión será de hasta USD 40 millones o su equivalente en pesos uruguayos que se reajustarán de acuerdo a la variación de Unidades Indexadas (UIs).

| Obligación Negociable Serie 1 | |
|--------------------------------------|--|
| Monto Autorizado: | Por hasta US\$ 30 millones |
| Monto Emisión: | UY\$ 1,017,834,896 (equivalentes a UI 234,335,190) |
| Moneda de Emisión: | Pesos Uruguayos reajustables de acuerdo a la variación en el valor de las Unidades Indexadas |
| Fecha de Emisión: | 29 de noviembre 2019 |
| Fecha de Vencimiento: | 29 de noviembre 2029 |
| Amortización de Capital: | El capital adeudado bajo las Obligaciones Negociables Serie 1 será amortizado en cuotas mensuales y consecutivas, amortizándose el 10% del capital por año desde el 2019 al 2029. |
| Destino de los fondos: | Los fondos serán utilizados para cancelar en forma anticipada las ON Serie 1 y Serie 3 del Programa 2011 en circulación, Cancelar en forma anticipada el préstamo Banco Itaú, Cancelar los "Gastos y Tributos" del Fideicomiso en Garantía HRU II, financiar las inversiones en salas actuales, financiar el capital de trabajo y distribución de dividendos de resultados acumulados. |
| Opción de Rescate: | HRU podrá optar por rescatar anticipadamente total o parcialmente las Obligaciones Negociables Serie 1 con una notificación al Representante de los Obligacionistas, al Agente de Pago, al Fiduciario bajo el Fideicomiso y al BCU no menor a 60 (sesenta) días corridos, en cuyo caso el precio del rescate se estipula de la siguiente manera: <ul style="list-style-type: none"> • 103% (ciento tres por ciento) a partir del sexto aniversario cumplido • 102% (ciento dos por ciento) a partir del séptimo aniversario cumplido • 101% (ciento uno por ciento) a partir del octavo aniversario cumplido y en adelante del Capital adeudado a la fecha independientemente de los intereses devengados, tomándose en cuenta para la determinación del precio del rescate la fecha del efectivo pago del rescate. HRU deberá abonar a cada titular de las Obligaciones Negociables Serie 1, el precio de rescate, juntamente con los intereses correspondientes devengados hasta la fecha de rescate. |
| Condiciones de Hacer y no Hacer: | Debe mantener un ratio de endeudamiento (Deuda Financiera Total/Patrimonio Neto de Préstamo de Accionistas inferior o igual a 2,25 a hasta 31 de diciembre 2021 e inferior o igual a 2,0x partir del año 2022 y hasta su cancelación. Debe mantener un ratio de endeudamiento (Deuda Financiera Total / EBITDA) menor a 3,0x. Debe mantener un ratio de cobertura de deuda (EBITDA t/(Servicio de deuda Financiera del año t+1) mayor a 2,0x. |
| Otros: | NA |

| Obligación Negociable Serie 2 | |
|--------------------------------------|---|
| Monto Autorizado: | Por hasta US\$ 10 MM |
| Monto Emisión: | USD 3,076,000 |
| Moneda de Emisión: | Dólares Americanos |
| Fecha de Emisión: | 29 de noviembre 2019 |
| Fecha de Vencimiento: | 29 de noviembre 2029 |
| Amortización de Capital: | El capital adeudado bajo las Obligaciones Negociables Serie 2 será amortizado cuotas mensuales y consecutivas, amortizándose el 10% del capital por año desde el 2019 al 2029. |
| Destino de los fondos: | Los fondos serán utilizados para cancelar en forma anticipada las ON Serie 1 y Serie 3 del Programa 2011 en circulación, Cancelar en forma anticipada el préstamo Banco Itaú, Cancelar los "Gastos y Tributos" del Fideicomiso en Garantía HRU II, financiar las inversiones en salas actuales, financiar el capital de trabajo y distribución de dividendos de resultados acumulados. |
| Opción de Rescate: | HRU podrá optar por rescatar anticipadamente total o parcialmente las Obligaciones Negociables Serie 2 con una notificación al Representante de los Obligacionistas, al Agente de Pago, al Fiduciario bajo el Fideicomiso y al BCU no menor a 60 (sesenta) días corridos, en cuyo caso el precio del rescate se estipula de la siguiente manera: <ul style="list-style-type: none"> • 103% (ciento tres por ciento) a partir del sexto aniversario cumplido • 102% (ciento dos por ciento) a partir del séptimo aniversario cumplido • 101% (ciento uno por ciento) a partir del octavo aniversario cumplido y en adelante del Capital adeudado a la fecha independientemente de los intereses devengados, tomándose en cuenta para la determinación del precio del rescate la fecha del efectivo pago del rescate. HRU deberá abonar a cada titular de las Obligaciones Negociables Serie 2, el precio de rescate, conjuntamente con los intereses correspondientes devengados hasta la fecha de rescate. |
| Condiciones de Hacer y no Hacer: | Debe mantener un ratio de endeudamiento (Deuda Financiera Total/Patrimonio Neto de Préstamo de Accionistas inferior o igual a 2,25 a hasta 31 de diciembre 2021 e inferior o igual a 2,0x partir del año 2022 y hasta su cancelación. Debe mantener un ratio de endeudamiento (Deuda Financiera Total / EBITDA) menor a 3x. Debe mantener un ratio de cobertura de deuda (EBITDA /Servicio de deuda Financiera del año t+1) mayor a 2. |
| Otros: | NA |

Garantías:

La totalidad de las Obligaciones Negociables emitidas y a emitirse bajo el Programa de Emisión estarán garantizadas con un Fideicomiso en Garantía al cual se le habrán cedido (de forma condicionada a la previa cancelación de las sumas adeudadas bajo el Préstamo Itaú Uruguay, las ONs Series 1 y 3 del Programa 2011, los Gastos y Tributos del Fideicomiso en Garantía HRU II) los siguientes derechos de crédito: i) los importes que la Dirección General de Casinos ("DGC") deba abonar a HRU en forma mensual (o en cualquier otra forma) en carácter de precio por los contratos de arrendamiento (actuales y futuros) , así como los intereses, las multas u otras penalidades que la DGC deba abonar a HRU en caso de atraso en el pago y cualquier otro crédito de HRU derivado de tales contratos; y ii) las indemnizaciones que el Estado Uruguayo deba abonar a HRU –si correspondiera- en caso de extinción de la concesión o de los contratos de arrendamiento (actuales y futuros) de las salas de esparcimiento,

cualquiera sea el motivo, en los términos que se indican en el contrato de fideicomiso. Asimismo, mensualmente y a partir de la fecha de emisión de las Serie de Obligaciones Negociables emitidas bajo el Programa, HRU se obliga a entregar al Agente de Pago (Banco Itaú Uruguay S.A.), el monto equivalente a 1/3ava parte (un tercio) del próximo pago de capital y/o intereses de cada Serie de Obligaciones Negociables, que deba realizarse a los titulares de las Obligaciones Negociables de las Series emitidas.

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**, reunido el **25 de Abril de 2024** confirmó* la calificación de emisor de largo plazo de **HRU S.A.** en **A(uy)** y de las calificaciones de los siguientes instrumentos emitidos por la compañía:

- Obligaciones Negociables Serie 1 en Pesos Uruguayos reajustables (Unidades Indexadas) por hasta US\$ 30 millones*
- Obligaciones Negociables Serie 2 por hasta US\$ 10 millones*

* En ningún caso el monto total emitido bajo las ON Serie 1 y las ON Serie 2 de la Emisión superará, en conjunto, la suma de US\$ 30 millones.

La **Perspectiva** es **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 altera la definición de la categoría correspondiente a la cual se los añade.

La perspectiva 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 cualitativos. Dentro de los factores cuantitativos se analizaron la rentabilidad, el flujo de fondos, el endeudamiento y estructura de capital, y el fondeo 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.

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

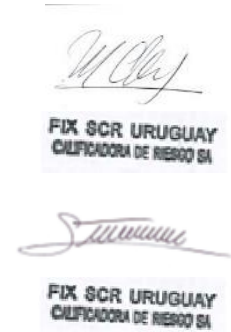
(*) Siempre que se confirma una calificación, la calificación anterior es igual a la que se publica en el presente dictamen.

Criterios Relacionados

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

Fuentes:

- Estados Contables presentados por la compañía, último balance anual al 31/12/2023.
- Auditor externo del último balance auditado: Ernst & Young Uruguay.
- Prospecto de emisión de las Obligaciones Negociables Serie 1 (por hasta USD 30.000.000 en UI) y Serie 2 (por hasta USD 10.000.000). disponible en www.bcu.gub.uy



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 la calificadora-, ha recibido honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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 SA, 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 SA 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 SA (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 SA se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA considera creíbles. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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 SA lleva 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 SA 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 SA 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 SA y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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 SA 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 SA evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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 SA no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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 SA 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 SA. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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 SA 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 SA 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 SA no constituye el consentimiento de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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 SA pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.