

HRU S.A.

Informe de actualización

Calificaciones

Nacional

ON Serie 1 en pesos ajustables por UIs* por hasta US\$ 30 MM A+ (uy)

ON Serie 2 por hasta US\$ 10 MM A+ (uy)

ON Serie 3 en pesos ajustables por UIs* por hasta US\$ 12 MM A+ (uy)

ON Serie 4 por hasta US\$ 8 MM A+ (uy)

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

MM Uy\$

	30/09/16	30/06/16
	9 meses	6 meses
Total Activos (\$ MM)	2.055	2.037
Total Deuda Financiera (\$ MM)	665	692
Ingresos (\$ MM)	1.377	949
EBITDA (\$ MM)	459	338
EBITDA (%)	33.3	35.6
Deuda/ EBITDA	1,1	1,0
EBITDA/ intereses	17,2	18,3

Criterios Relacionados

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

Analista Principal

Gabriela Curutchet
Director Asociado
+5411 5235-8122
gabriela.curutchet@fixscr.com

Analista Secundario

Patricio Bayona
Director Asociado
+5411 5235-8124
patricio.bayona@fixscr.com

Responsable del Sector

Cecilia Minguillon
Director Senior
+5411 5235-8123
cecilia.minguillon@fixscr.com

Factores relevantes de la calificación

Sólida posición competitiva en un negocio con altas barreras de entrada: La calificación se sustenta en el liderazgo de HRU en el área metropolitana, el grado de madurez de negocio alcanzado y el gradual crecimiento de las apuestas. La generación de fondos se vio positivamente impactada tras la suba del 4.2% en el arrendamiento que HRU cobra por las cinco salas de slots que opera, luego de que la compañía resultara adjudicataria de la concesión del Hipódromo Las Piedras en septiembre'12.

Buena generación de fondos: HRU detenta una generación de flujo operativo estable con un crecimiento en el volumen de las apuestas que refleja la optimización de las operaciones de los juegos de slots y la ampliación de las salas. La compañía posee un margen EBITDA que osciló en torno al 30% en los últimos 5 años (33.3% a septiembre'16).

Estructura de capital conservadora: En los últimos ejercicios, HRU detentó un flujo de fondos positivo el cual ha sido administrado de manera conservadora, fortaleciendo su posición de liquidez. Con un perfil de vencimientos de deuda en el largo plazo y asumiendo una distribución de dividendos en línea con los últimos años, se estima que HRU no superara un nivel de Deuda/EBITDA de 1.5x con coberturas de intereses holgadas.

Negocio expuesto a la volatilidad del tipo de cambio y regulación gubernamental: La calificación se encuentra limitada por el riesgo cambiario, la presión inflacionaria sobre sus costos y el hecho de participar de una actividad regulada.

Endeudamiento moderado: A septiembre'16 la deuda financiera ascendía a US\$ 23.4 MM. El 79% de la deuda se concentra en el largo plazo, compuesta por las obligaciones negociables objeto de calificación. HRU presentaba coberturas de intereses de 17.2x y años de repago de deuda con EBITDA de 1.1x. Se prevé que HRU maneje sus vencimientos de corto plazo con una combinación de flujo operativo, caja y refinanciación de deudas.

Sensibilidad de la Calificación

Las calificaciones podrían verse afectadas por uno o varios de los siguientes factores: cambios normativos, confluencia de factores macroeconómicos propios de Uruguay o de países vecinos que afecten severamente la demanda, cambios en la estructura de capital derivados de mayor agresividad en el pago de dividendos y/o ampliaciones del negocio.

Liquidez y Estructura de capital

Adecuada liquidez: A septiembre '16 la compañía poseía una posición de caja en inversiones líquidas por Uy\$ 192 MM, que sobre cubre el 138% de los vencimientos de corto plazo. Hacia delante se espera que los vencimientos de deuda puedan ser cubiertos con la generación de fondos y en menor medida con financiamiento bancario de mediano plazo.

Perfil del negocio

HRU posee la concesión por 30 años desde junio de 2002 para la explotación exclusiva del Hipódromo Nacional de Maroñas, como así también de la comercialización de la señal de las carreras. La concesión contempla la explotación de cinco centros de entretenimiento con máquinas tragamonedas, las cuales a septiembre 2015 se encontraban en funcionamiento bajo el régimen de explotación mixto, siendo a la fecha el sector más rentable de la compañía. Todas las salas de entretenimiento operan bajo la marca Maroñas Entertainment. En septiembre '12, HRU resultó adjudicataria de la concesión del Hipódromo Las Piedras.

Los accionistas de HRU son el Grupo Codere y la Sociedad Latinoamericana de Inversiones (SLI). Poseen participación accionaria en partes iguales.

Contrato de concesión

HRU debe abonar anualmente a la Dirección General de Casinos (DGC) por concepto de contraprestación de la concesión del Hipódromo de Maroñas un canon fijo en pesos que para enero 2017 se estima en Uy\$ 28.7 millones, el cual es ajustado anualmente por la variación del Índice de Precios al Consumo.

Entre las obligaciones referidas con la actividad principal de la compañía, HRU deberá entre otras cosas, asegurar la actividad permanente de las actividades del Hipódromo de Maroñas, celebrar anualmente el número mínimo de reuniones estipuladas en el contrato, respetar la programación clásica del Hipódromo Nacional de Maroñas y proveer un sistema de control de juego, apuestas, de última generación.

Con respecto al Hipódromo de Las Piedras la compañía abonará anualmente US\$ 110 mil a la Intendencia de Canelones (comparable al valor original ajustable por el índice de precios al consumidor, tomando el mayor). La explotación del Hipódromo de Las Piedras se realiza por cuenta y orden de HRU, quien debe asegurar la actividad permanente del hipódromo y efectuará las obras que surgen del proyecto de obra establecido en el contrato.

Operaciones

Los ingresos de la compañía pueden dividirse en tres grandes rubros: Arrendamiento de las salas de entretenimiento o "Slots", operación del Hipódromo de Maroñas e Hipódromo de Las Piedras, y operación de Agencias Hípicas (venta y toma de apuestas sobre carreras en hipódromos internacionales).

Arrendamiento de salas de entretenimiento o "slots" (79.5% de los ingresos netos en junio '2016)

Consiste en el arrendamiento por parte de HRU a la DGC de los locales, 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 Pando. Dos de las salas se encuentran ubicadas en Montevideo y tres en el interior de Uruguay. Los espacios son alquilados por HRU a los distintos proveedores, a través de contratos de largo plazo (corresponden aproximadamente a la mitad del periodo total de la concesión).

Operación de Hipódromos (16.8% de los ingresos netos)

Maroñas

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.

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 era determinado de la siguiente manera:

- 12,5% de los ingresos por el arrendamiento de las salas de esparcimiento,
- 9% del monto apostado por competencias hípicas realizadas en el Hipódromo Nacional de Maroñas
- 3% del ingreso bruto recaudado por competencias hípicas realizadas en hipódromos del exterior.

Con la modificación introducida el 23 de mayo de 2013, el 12,5% de los ingresos por el arrendamiento de las salas de esparcimiento dejó de formar parte del precio del arrendamiento pagado por la Dirección General de Casinos a HRU. Asimismo, se estableció que el monto por concepto de ingresos por apuestas por competencias hípicas realizadas en Maroñas que debe ser destinado al pago de premios hípicos, pase a ser calculado como el 33% de los ingresos por apuestas netos de premios al apostador.

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

Las Piedras

HRU posee la concesión para la explotación del Hipódromo de las Piedras, por cuenta y bajo la responsabilidad exclusiva y excluyente de la compañía. HRU debe asegurar la actividad permanente del hipódromo y la prestación de todos sus servicios, así como organizar, dirigir y cumplir los cometidos y funciones del Hipódromo de las Piedras.

De acuerdo al contrato de concesión, HRU efectuará las recuperaciones, mejoras y obras nuevas que surgen del Proyecto de Obra presentado.

En la operación del Hipódromo, la compañía se obliga a constituir y mantener actualizados los siguientes seguros: contra incendios y todo otro riesgo de deterioro o destrucción de los bienes inmuebles y muebles comprendidos en la concesión, de responsabilidad frente a terceros, y del personal jockeys y peones vareadores.

Agencias Hípicas (3.7% de los ingresos netos)

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.

Administración y Calidad de los Accionistas

Los accionistas de HRU son el Grupo Codere y la Sociedad Latinoamericana de Inversiones (SLI). De los cuatro Directores, tres viven en Buenos Aires. El actual Gerente General es Gabriel Gurmendezl, designado en abril 2015.

Factores de Riesgo

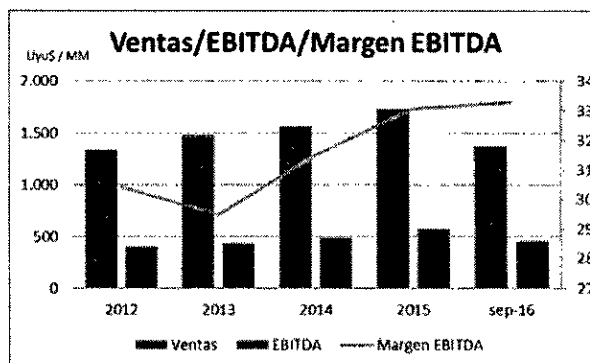
- Ingresos y principales costos influenciados por la evolución de la inflación y el tipo de cambio.
- Actividad regulada. Los ingresos del sub-arrendamiento de las salas de juego dependen del pago en tiempo y forma de la Dirección General de Casinos.

Perfil financiero

HRU detenta una generación de flujo operativo estable, con una estructura de capital conservadora y un perfil de vencimientos de deuda de largo plazo.

Rentabilidad

A septiembre'16 las ventas de HRU ascendieron a US\$ 44.9 MM registrando una reducción en dólares del 6.6% con respecto a septiembre'15. Las ventas medidas en pesos crecieron un 8.7% comparado con el mismo período del año anterior. A su vez el EBITDA resultó superior cerrando en 33.3% (31.7% en sept. 2015).



Flujo de fondos

La compañía es generadora de fondos. El flujo de caja operativo a septiembre'16 alcanzó a US\$ 14.5 millones, siendo suficiente para cubrir las inversiones de US\$ 5.7 millones y pagar los vencimientos financieros de corto plazo US\$ 4.0 millones.

Hacia delante, se estima que la generación de flujo libre de HRU continúe siendo positiva. Las inversiones de capital para 2017 se estiman en aprox. US\$ 7.0 millones dada ciertas inversiones puntuales como la construcción de una pista de césped, el incremento de capacidad de las villas hípcas y la parquimetrización del estacionamiento en el hipódromo Maroñas. Para los años futuros se estima que las inversiones rondan entre US\$ 4.0 millones y US\$ 5.0 millones.

La compañía planea realizar una distribución de dividendos de entre US\$ 4.5 millones y US\$ 5.0 millones por año.

Liquidez y estructura de capital

La estrategia financiera de la compañía le permitió mantener el perfil de la deuda en el largo plazo y proyectar el crecimiento de la compañía en base a inversiones de capital y generación de flujo de fondos positivo. Se prevé que HRU continuará mostrando una estructura de capital conservadora. Hacia adelante se estima que HRU mantendrá un nivel de Deuda/EBITDA inferior a 1.5x y cobertura de intereses superior a 10x.

A septiembre'16 (nueve meses) la deuda financiera ascendía a US\$ 23.4 MM. El 79% de la deuda se concentra en el largo plazo, compuesta por las obligaciones negociables objeto de calificación. HRU presentaba coberturas de intereses de 17.2x y años de repago de deuda con EBITDA de 1.1x. Se prevé que HRU maneje sus vencimientos de corto plazo con una combinación de flujo operativo, caja y en menor medida con refinanciación de deudas.

Fondeo y flexibilidad financiera

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

Anexo I. Resumen Financiero

Los ratios correspondientes a junio'16 y septiembre'16 se han estimado anualizado las cifras de seis y nueve meses respectivamente.

Resumen Financiero - HRU S.A.

(miles de UYUS, año fiscal finalizado en Diciembre)

Tipo de Cambio UYU/USD a final del Periodo	28,38	30,58	29,95	24,37	21,42
Multiplicador Índice de Inflación			1,000	1,000	1,000
	NIF <u>sep-16</u> 9 Meses	NIF <u>jun-16</u> 6 Meses	NIF <u>2015</u>	NIF <u>2014</u>	NIF <u>2013</u>
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	458.650	337.774	573.914	492.714	436.910
Margen de EBITDA	33,3	35,6	33,1	31,5	29,5
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	32,5	41,1	37,0	34,5	26,9
Margen del Flujo de Fondos Libre	19,6	25,3	12,4	21,0	(11,5)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	30,7	37,2	18,5	19,0	15,0
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	16,7	20,2	15,9	13,4	12,1
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	17,2	18,3	15,0	11,4	10,7
EBITDA / Servicio de Deuda	3,5	3,9	3,4	2,8	1,3
FGO / Cargos Fijos	16,7	20,2	15,9	13,4	12,1
FFL / Servicio de Deuda	2,3	3,0	1,5	2,1	(0,4)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	3,4	4,2	1,8	2,2	(0,4)
FCO / Inversiones de Capital	2,5	3,1	3,0	3,2	0,8
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	1,1	0,9	1,2	1,3	2,0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,1	1,0	1,3	1,6	2,2
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,8	0,7	1,2	1,5	2,2
Costo de Financiamiento Implícito (%)	4,9	4,8	5,1	4,9	4,6
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3
Balance					
Total Activos	2.054.531	2.036.888	1.848.555	1.896.623	2.054.671
Caja e Inversiones Corrientes	191.761	200.612	46.010	14.220	8.860
Deuda Corto Plazo	138.661	134.673	130.265	133.295	288.526
Deuda Largo Plazo	526.211	557.083	593.335	639.872	682.585
Deuda Total	664.872	691.756	723.600	773.167	971.111
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	664.872	691.756	723.600	773.167	971.111
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	664.872	691.756	723.600	773.167	971.111
Total Patrimonio	1.160.502	1.118.573	923.229	901.831	855.003
Total Capital Ajustado	1.825.374	1.810.329	1.646.829	1.674.998	1.826.114
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	418.054	353.868	570.945	535.032	450.263
Variación del Capital de Trabajo	27.985	2.123	(29.893)	110.947	(112.262)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	446.039	355.991	541.052	645.979	338.001
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(175.594)	(116.018)	(181.270)	(200.240)	(415.811)
Dividendos	0	0	(144.060)	(116.688)	(92.682)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	270.445	239.973	215.722	329.051	(170.492)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	1.437	1.099	1.290	641	6.342
Variación Neta de Deuda	(125.496)	(85.192)	(164.996)	(348.628)	55.123
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	(10.565)	(1.278)	3.001	1.532	1.942
Variación de Caja	135.821	154.602	55.017	(17.404)	(107.085)
Estado de Resultados					
Ventas Netas	1.377.282	949.084	1.735.045	1.563.806	1.481.720
Variación de Ventas (%)			11,0	5,5	10,8
EBIT Operativo	282.905	220.967	345.447	277.858	252.125
Intereses Financieros Brutos	26.590	18.466	38.230	43.065	40.711
Resultado Neto	237.273	195.344	168.918	166.714	126.331

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
- US\$: dólares americanos
- Uy\$ o Pesos: pesos uruguayos

Anexo III. Características de la emisión

Las ON calificadas han sido y serán emitidas bajo el Programa de Emisión de Obligaciones Negociables por hasta US\$ 50 MM valor nominal o su equivalente en pesos uruguayos que se reajustarán de acuerdo a la variación de Unidades Indexadas (UIs).

Garantía:

La totalidad de las ON emitidas o a emitirse bajo el Programa de Emisión estarán garantizadas por un Fideicomiso en Garantía al cual se le ceden los siguientes derechos de crédito: (i) los importes que deberá abonar la DGC a la Emisora en carácter de precio por el arrendamiento de todas las salas de slots (actuales y futuras) y los intereses, multas u otras penalidades que la DGC deba abonar, descontando el porcentaje que de acuerdo al contrato de concesión HRU debe destinar al premio hípico, y (ii) las indemnizaciones que el Estado Uruguayo deba abonar a la Emisora –si correspondiere- en caso de extinción de la concesión o de los contratos de arrendamiento.

Dentro de los primeros veinte días hábiles de cada mes a partir de la primera fecha de emisión, HRU se obliga a entregar al Agente de Pago, el monto equivalente a 1/3ava parte (un tercio) del próximo pago de capital y/o intereses de cada Serie.

El "Paquete de Garantías" podrá ser utilizado para garantizar todas las deudas financieras que HRU incurra, siempre que se cumpla con el Ratio de Garantía, el cual deberá ser igual o superior a 0,75. El Ratio de Garantía, se define como: el resultado de sumar los importes que le corresponde recibir a HRU por cada uno de los Contratos de Arrendamiento de las Salas de Esparcimiento durante el mes en que corresponde medir el ratio multiplicado por doce y dividido por el total de Deuda Financiera Garantizada por el Fideicomiso.

El cumplimiento de este Ratio de Garantía será monitoreado trimestralmente por los balances presentados al Banco Central del Uruguay en cada trimestre.

No obstante lo anterior, el Ratio de Garantía deberá ser mayor o igual a 1 a partir de un año antes del vencimiento de cada contrato de arrendamiento y hasta el momento de su renovación.

Sin perjuicio de la transferencia fiduciaria de los créditos cedidos, la cobranza de los mismos será realizada por HRU, siendo de libre disponibilidad para HRU. En situaciones especialmente identificadas, el Fiduciario podrá resolver que la cobranza de los créditos cedidos sea realizada directamente por el Fiduciario.

Compromisos asumidos:

Mientras los títulos se encuentren vigentes, el emisor se compromete a lo siguiente:

- 1) Endeudamiento. HRU deberá mantener un ratio de endeudamiento (Pasivo Total/PN) menor o igual a 1.5x. Será medido sobre balance anual.
- 2) Endeudamiento. Pasivo Total / EBITDA menor a 3x. Será medido sobre balance anual.

3) Cobertura de Deuda. EBITDA $t /$ (Servicio de Deuda Financiera del año $t + 1$) mayor a 2x a partir del año 2012. Será medido sobre balance anual.

4) Dividendos. El emisor podrá distribuir dividendos siempre que cumpla con todas las restricciones que incluyen las ON.

Series emitidas bajo el Programa de Emisión:

Serie1: ON en pesos uruguayos reajustables por UIs por hasta US\$ 30 MM

Fecha de emisión: 30 de noviembre 2011

Monto emitido: \$ 442.502.827 (equivalentes a UI 175.137.666) en pesos uruguayos reajustables de acuerdo a la variación de las Unidades Indexadas.

Moneda: Pesos Uruguayos reajustables de acuerdo a la variación en el valor de las Unidades Indexadas

Plazo: 10 años, sin período de gracia.

Tasa: 4.5%

Amortización: se amortizará en cuotas trimestrales y consecutivas de acuerdo al siguiente esquema: 6% del total del capital por año durante los primeros 6 años (del 2012 al 2017 inclusive) y 16% del total del capital por año del 2018 hasta el 2021.

Recate anticipado: HRU podrá optar por rescatar anticipadamente la totalidad o parte de las ONs con una notificación al Representante de los Obligacionistas, en cuyo caso el precio de rescate se estipula de la siguiente manera: 106% a partir del tercer año; 104.5% a partir del cuarto año; 103% a partir del quinto año y en adelante del capital adeudado a la fecha independientemente de los intereses devengados.

Serie 2: ON por hasta US\$ 10 MM

Fecha de emisión: 30 de noviembre 2011

Monto emitido: US\$ 10 MM.

Moneda: dólares americanos

Plazo: 6 años, sin período de gracia.

Tasa: 6%

Amortización: se amortizará en 24 cuotas iguales, trimestrales y consecutivas.

Recate anticipado: HRU podrá optar por rescatar anticipadamente la totalidad o parte de las ONs con una notificación al Representante de los Obligacionistas, en cuyo caso el precio de rescate se estipula en 103% del capital adeudado a la fecha independientemente de los intereses devengados. Podrá ejercer esta opción en cualquier momento a partir del tercer año.

Serie3: ON en pesos uruguayos reajustables por UIs por hasta US\$ 12 MM

Fecha de emisión: 30 de noviembre 2012

Monto: \$ 79.146.167 (equivalente a UI 31.325.167) ajustables de acuerdo a la variación del valor de las Unidades Indexadas.

Plazo: 10 años.

Tasa: 3.75%.

Amortización: cuotas trimestrales y consecutivas de acuerdo al siguiente esquema: 6% del capital durante los primeros 6 años (2013 a 2018), 16% del capital de 2019 a 2022.

Rescate anticipado: igual Serie 1.

Serie 4: ON por hasta US\$ 8 MM

Fecha de emisión: 30 de noviembre 2012

Monto: hasta US\$ 8 MM.

Plazo: 6 años, sin período de gracia.

Tasa: 4.75%.

Amortización: 24 cuotas iguales, trimestrales y consecutivas.

Rescate anticipado: igual Serie 2.

Anexo V. 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 29 de noviembre de 2016 confirmó* en **Categoría A+(uy)** a los siguientes instrumentos emitidos por **HRU S.A.**:

- Obligaciones Negociables Serie 1 en Pesos Uruguayos reajustables (Unidades Indexadas) por hasta US\$ 30 MM (emitido: UI 175.1 MM),
- Obligaciones Negociables Serie 2 por hasta US\$ 10 MM (emitido: US\$ 10 MM)
- Obligaciones Negociables Serie 3 en Pesos Uruguayos reajustables (Unidades Indexadas) por hasta US\$ 12 MM (emitido: UI 31.3 MM)
- Obligaciones Negociables Serie 4 por hasta US\$ 8 MM (emitido: US\$ 8 MM)

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 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.

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

Criterios Relacionados

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

Fuentes:

- Balances presentados por la compañía, último balance anual al 31/12/2015.
- Balances intermedios al 30-06-2016 y 30-09-2016.
- Auditor externo del último balance auditado: PricewaterhouseCoopers Ltda
- Información de gestión suministrada por la compañía
- Prospecto de emisión de las ON

Accountant
G. COROTCHET
FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA
C. MINGUILLÓN

FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA
P. BARONA
FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA

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 calificador, 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.