

HRU S.A.

Factores relevantes de la calificación

Perspectiva Estable: FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX – anticipa un año 2021 con una exigua generación operativa de caja, estimando que la compañía mantendría una adecuada capacidad de repago de sus compromisos, en ausencia de una distribución de dividendos agresiva y asumiendo una gradual recuperación de sus niveles de apuestas a partir de la reapertura de las salas el último 6 de agosto y luego de más de cuatro meses de cierre provocado por el asilamiento preventivo derivada de la pandemia. La calificación se confirma en BBB+(uy) y se asigna Perspectiva estable luego que Codere, accionista controlante, se encuentra finalizando su proceso judicial en relación a la propuesta de reestructuración.

Reducida generación de fondos operativa esperada para 2021: Asumiendo un escenario de recuperación de actividad en las salas del 75% a partir a partir del restablecimiento de actividad (versus el mismo período del año anterior) con una gradual recuperación a partir del último trimestre y considerando que las cobranzas de las salas dependen de los ingresos generados el año anterior, FIX espera una generación de caja operativa cercana a USD 16 millones para 2020 y USD 7.0 millones para 2021. De acuerdo a las estimaciones de FIX, el apalancamiento en 2021 crecerá a 3.2x y el ratio de EBITDA/Servicio de deuda se ubicaría en 1.8x, resultando levemente por arriba de los covenants establecidos en los términos y condiciones de las ON, potencialmente requiriendo una dispensa por parte de los tenedores. Sin embargo, los flujos para el repago del servicio de deuda en 2022 (USD 3.9 MM) no se encuentra comprometido ya que podría ser cubierto con la caja de la compañía y el flujo generador en dicho año.

Relación con CODERE: FIX considera que la débil situación crediticia de grupo CODERE calificada por FITCH en CCC podría implicar elevados dividendos que erosionen la liquidez de la compañía. En 2018 y 2019 la agresiva distribución de dividendos por USD 17.7 MM y USD 14.5 MM respectivamente arrojaron un flujo de fondos libre negativo que fué cubierto con la caja de la compañía.

Sólidos fundamentos del negocio en el mediano plazo: 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. La compañía posee un margen EBITDA que osciló en torno al 30% en los últimos 5 años.

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 podrían afectar la generación de ingresos futura.

Sensibilidad de la Calificación

La calificación contempla un sendero de recuperación de actividad por arriba al 52% a partir de agosto y creciente hasta 75% para fin de 2020 y un ratio de flujo de fondos libre en 2020/ servicio de deuda de 2021 superior a 1.2x, que le permita mantener a HRU su capacidad de repago y una adecuada liquidez en 2021. La calificación considera además la homologación del canje de deuda de CODERE por parte de la Corte de Inglaterra a efectivizarse el 29 de

Informe Integral

Calificaciones

Emisor de largo plazo	BBB+(uy)
ON Serie 1 en pesos ajustables por UI* por hasta U\$S 30 MM**	BBB+(uy)
ON Serie 2 por hasta U\$S 10 MM**	BBB+(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 US\$ 30 MM.*

Resumen Financiero

HRU S.A.		
Consolidado (UY\$ miles)	30/06/20 Año Movil	31/12/19 12 Meses
Total Activos	2.789.972	2.329.853
Deuda Financiera	1.150.238	1.128.411
Ingresos	2.115.985	2.056.466
EBITDA	945.811	699.084
EBITDA (%)	44,7	34,0
Deuda Total /EBITDA	1,2	1,6
EBITDA / Intereses	12,0	11,2

Criterios Relacionados

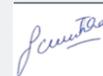
Manual de Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas, Registrado ante el Banco Central del Uruguay.

Informes Relacionados

Comentario de Acción de Calificación de Uruguay, Fitch Ratings, 20 febrero

Comentario de Acción de Calificación de Codere; Fitch Ratings, 23 julio

Analistas



Analista Principal
 Gabriela Curutchet
 Director Asociado
gabriela.curutchet@fixscr.com
 +54 11 5235 8122



Analista Secundario
 Candido Perez
 Analista
candido.perez@fixscr.com
 +54 11 5235 8119



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

septiembre y el desembolso de USD 164 millones para completar el plan de refinanciación y liquidez. Una reducción en el nivel de actividad por debajo de lo estimado por FIX y/o un reducido ratio de Flujo de fondos libres/servicio de deuda podría implicar una baja en la calificación. FIX consideraría una suba en la calificación en el mediano plazo ante el recupero del nivel de actividad a los niveles cercanos en 2018-2019 y una mejora crediticia de CODERE en el mediano plazo.

Liquidez y Estructura de capital

Estructura de vencimientos en largo plazo: A junio'20 la deuda financiera de HRU ascendía a USD 27.2 millones, compuesta principalmente por Obligaciones Negociables emitidas en nov'19. La amortización del 10% por año hasta 2029, le permite un servicio de deuda decreciente a partir de USD 4.4 millones en 2020. Al año móvil a junio'20 HRU presentó un ratio de endeudamiento de 1.2x con coberturas de intereses por 12.0x. FIX en su caso base considera que en 2021 la rentabilidad se ubicaría en torno a los USD 7.0 millones con ratios de deuda financiera /EBITDA de 3.2x y EBITDA/servicio de deuda de 1.8x, retronando a los niveles de 1.3x y 7.0x respectivamente a partir de 2022.

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).

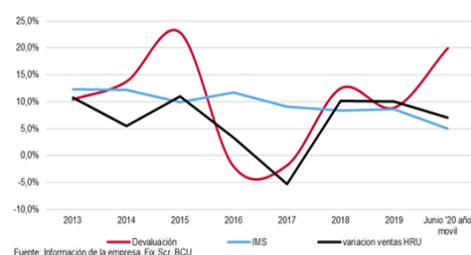
Como consecuencia de la emergencia sanitaria la Dirección General de Casinos (DGC) dispuso a partir del 16 de marzo el cierre temporal de los casinos y salas de juego así como la suspensión de las competencias hípicas en todo Uruguay. HRU cerró sus cinco salas de juego y suspendió las carreras, realizando adicionalmente un estricto ajuste de costos que incluyeron la suspensión de personal y reducción de arrendamientos. A partir del 16 de mayo, se reanudaron las actividades hípicas siguiendo estrictos protocolos de seguridad que incluye la no asistencia de público en las carreras. A partir del 6 de agosto y por resolución del Ministerio de Economía y Finanzas, la DGC autorizó la reanudación de las actividades de las salas de casinos y juegos siguiendo un estricto protocolo 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 permitirán a la compañía lograr márgenes de rentabilidad extraordinariamente altos en el primer semestre de 2020 y reducidos en 2021. El canon mensual para cada sala de juego se estipula 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.

Considerando niveles de recuper actividad del 52% en el tercer trimestre y 75% a partir del cuarto trimestre y la reducción de costos implementada por la compañía, FIX estima un EBITDA de USD 19.4 millones en 2020 y USD 7.0 millones en 2021 con márgenes de 41.3% y 18.4% respectivamente. FIX estima que en 2021 el repago para el servicio de intereses (USD 4.1MM) podrían provenir de la liquidez de la compañía, siempre y cuando se realice una conservadora distribución de dividendos menor a USD 10 MM en 2020. A junio'20 la compañía poseía caja e inversiones liquidas por USD 11.7 millones.

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 los mismos vs la devaluación. El coeficiente de correlación es del 70%.

Evolución Ventas HRU vs Devaluación e IMS (Índice Medio de Salarios) (Porcentaje)



Variación de Nivel de actividad en las salas de juegos



Arrendamiento de salas de esparcimiento “slots” (77% de los ingresos netos en 2019)

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 Pando. 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.

Operación de Hipódromos (17% de los ingresos netos)

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 aprox. 900 carreras por año. Las reuniones hípicas se llevan a cabo los fines de semana y los días festivos.

Agencias Hípicas (6% 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.

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 31% y costos de Mantenimiento, Limpieza y

Seguridad en torno al 12%. Durante los meses de cierre de actividad la compañía logró reducir ciertos costos siendo los principales los costos de personal y arrendamiento logrando un margen bruto del 51%. (Versus 37% en 2019).

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.

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 3000 slots. HRU es el líder consolidado de este mercado con 5 establecimientos y más de 1800 slots.

Administración y calidad de los accionistas

El accionista de HRU es Codere Uruguay S.A. que en noviembre 2016 adquirió 100% del paquete accionario de Verfin Overseas Inc pasando a tener el control total de HRU. Codere Uruguay S.A. 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. En 2019 los ingresos de Uruguay representaron el 5% de los ingresos del grupo y el 14% de los resultados operativos. Bajo la estructura de endeudamiento de CODERE Finance 2 (Luxembourg) S.A., no existen garantías, fianzas ni cláusulas de incumplimientos cruzados con HRU. El 23 de julio, Fitch Ratings asignó la calificación de emisor de CODERE Finance 2 (Luxembourg) en CCC(exp) y a los bonos por USD 250 millones en CCC+(Exp), la calificación queda sujeta a que se complete el proceso de refinanciación de la deuda a través de la homologación por parte de la corte de Inglaterra.

Factores de Riesgo

- **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 (13% 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

En el año móvil a junio'20 las ventas de HRU ascendieron a USD 54.325 millones registrando una reducción en dólares del 8.2% con respecto a 2019. El margen EBITDA se incrementó a 44.7% de 34% y el EBITDA a USD 24.2 millones vs USD 19.8 millones. La rentabilidad de la compañía se vio beneficiada por la estructura de cobranzas de las salas de arrendamiento que

hasta junio incorporan los ingresos de 2019 y con una reducción de costos especialmente arrendamientos y salariales. Considerando que las salas estuvieron cerradas de mediados de marzo a principios de agosto y tomando en cuenta el escenario base de FIX con un recupero del nivel de actividad del 75% a partir de la apertura de las salas, creciendo gradualmente a para fin de 2020 y al 95% en 2021, FIX estima una rentabilidad de USD 19.4 millones para 2020 y USD 7.0 millones en 2021 con márgenes de 41% y 18% respectivamente.

Evolución Ventas - EBITDA

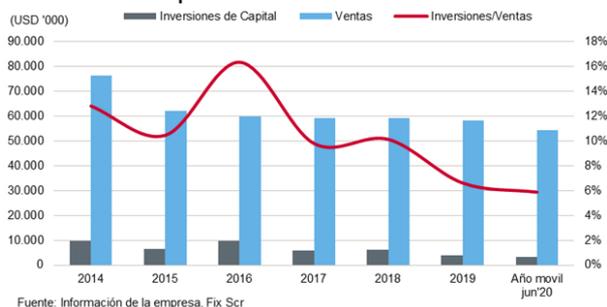


Flujo de fondos

Históricamente, la compañía genera flujo de caja operativo positivo. En el año móvil'20 el flujo de caja operativo resultó en USD 15.1 MM, las inversiones por mantenimiento y recambio de máquinas de juego por USD 3.2 millones y se repartieron dividendos por USD 14.5 MM (en 2019) resultando un flujo de fondos libre negativo de USD 2.6 MM.

Para 2020 FIX estima que el flujo de caja operativo resultará en USD 16 millones y que junto con reducidas inversiones rondando los USD 2.5 millones y limitada distribución de dividendos arrojará un flujo de fondos libre positivo. Para 2021 el flujo de caja operativo, se reducirá a USD 4.0 millones, suficiente financiar las inversiones por USD 3.6 millones.

Inversiones de Capital

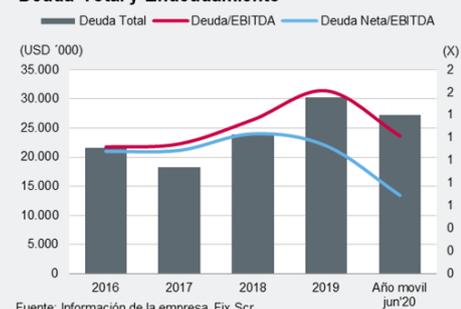


Liquidez y estructura de capital

La deuda financiera de HRU a junio'20 es de USD 27.2 millones compuesta exclusivamente por dos emisiones de ON realizadas en noviembre'2019. 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 de capital se estima en USD 3.0 millones por año dependiendo de la fluctuación de las IU.

Deuda Total y Endeudamiento



A junio la compañía poseía caja por US D11.7 millones, cubriendo 4x los vencimientos de corto plazo.

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
Tipo de Cambio UY\$/USD al Final del Período	42,21	42,21	37,31	32,39	28,81	29,26
Tipo de Cambio Promedio	38,95	41,40	35,29	31,58	28,68	30,08
Período	Año móvil jun'20	jun-20	2019	2018	2017	2016
	12 meses	6 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	945.811	588.955	699.084	569.376	458.852	562.945
EBITDAR Operativo	945.811	588.955	699.084	569.376	458.852	562.945
Margen de EBITDA	44,7	54,7	34,0	30,4	27,0	31,4
Margen de EBITDAR	44,7	54,7	34,0	30,4	27,0	31,4
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	46,1	23,8	22,5	37,5	32,1	34,9
Margen del Flujo de Fondos Libre	(4,0)	14,9	(1,6)	(7,2)	9,5	7,7
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	53,9	86,9	41,9	31,5	18,3	26,8
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	13,0	14,4	6,5	20,4	16,5	16,8
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	12,0	16,1	11,2	18,8	14,6	16,2
EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres)	12,0	16,1	11,2	18,8	14,6	16,2
EBITDA / Servicio de Deuda	4,7	3,7	4,0	2,8	2,6	3,4
EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda	4,7	3,7	4,0	2,8	2,6	3,4
FGO / Cargos Fijos	13,0	14,4	6,5	20,4	16,5	16,8
FFL / Servicio de Deuda	(0,0)	2,0	0,2	(0,5)	1,1	1,0
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	2,4	4,6	2,1	(0,2)	1,2	1,2
FCO / Inversiones de Capital	4,7	2,9	4,8	3,1	2,8	1,9
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	1,1	1,1	2,8	1,3	1,0	1,1
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,2	1,0	1,6	1,4	1,1	1,1
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,7	0,6	1,1	1,2	1,1	1,1
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	1,2	1,0	1,6	1,4	1,1	1,1
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	0,7	0,6	1,1	1,2	1,1	1,1
Costo de Financiamiento Implícito (%)	8,4	6,4	6,8	4,7	5,4	5,1
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	10,6	10,6	10,1	22,6	28,1	21,0
Balance						
Total Activos	2.789.972	2.789.972	2.329.853	1.898.546	1.844.424	1.871.914
Caja e Inversiones Corrientes	495.877	495.877	339.394	70.752	26.256	21.639
Deuda Corto Plazo	122.226	122.226	113.960	175.283	147.773	132.505
Deuda Largo Plazo	1.028.012	1.028.012	1.014.451	598.701	378.106	497.047
Deuda Total	1.150.238	1.150.238	1.128.411	773.985	525.879	629.553
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.150.238	1.150.238	1.128.411	773.985	525.879	629.553
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.150.238	1.150.238	1.128.411	773.985	525.879	629.553
Total Patrimonio	1.067.290	1.067.290	686.220	872.772	1.092.646	1.041.479
Total Capital Ajustado	2.217.528	2.217.528	1.814.632	1.646.757	1.618.524	1.671.032
Flujo de Caja						
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	944.523	490.981	345.432	587.187	488.615	548.726
Variación del Capital de Trabajo	(357.192)	(247.228)	306.383	(6.902)	(16.688)	20.581
Flujo de Caja Operativo (FCO)	587.331	243.752	651.815	580.286	471.927	569.307
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(124.143)	(83.034)	(135.880)	(189.245)	(166.217)	(292.860)
Dividendos	(548.260)	0	(548.260)	(526.272)	(144.085)	(137.802)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(85.072)	160.719	(32.324)	(135.231)	161.626	138.645
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	(4.433)	0	(4.433)	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	5.193	2.518	2.675	2.159	1.833	2.166
Variación Neta de Deuda	241.189	(115.511)	300.153	177.568	(158.841)	(165.183)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	111.329	108.757	2.571	0	0	0
Variación de Caja	268.207	156.484	268.642	44.496	4.617	(24.372)
Estado de Resultados						
Ventas Netas	2.115.985	1.077.151	2.056.466	1.870.064	1.698.129	1.793.314
Variación de Ventas (%)	2,9	5,8	10,0	10,1	(5,3)	3,4
EBIT Operativo	711.536	474.523	452.415	347.437	225.788	321.180
Intereses Financieros Brutos	78.668	36.535	62.622	30.299	31.424	34.667
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	575.769	381.070	361.707	309.999	194.866	263.240

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

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 I	
Monto Autorizado:	Por hasta US\$ 30 MM
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, 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.
Obligación Negociable Serie II	
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
Cronograma de Pago de Intereses:	Los intereses se pagarán trimestralmente, contándose el primer Período de Intereses a partir de la Fecha de Emisión.
Garantías:	
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.

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 **10 de septiembre de 2020** asignó la calificación de emisor de largo plazo de **HRU S.A.** en la categoría **BBB+(uy)** y confirmó* en dicha calificación a las calificaciones de los siguientes instrumentos emitidos por la compañía:

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

* 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 MM.

Se asignó **Perspectiva Estable** a todas las calificaciones y retiro el **Rating Watch** Negativo a la calificación de los instrumentos.

Categoría BBB(uy): "BBB" nacional implica una adecuada calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas tiene una mayor probabilidad de afectar la capacidad de pago en tiempo y forma que para obligaciones financiera 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.

(*) 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 31/12/2019.
- Balances intermedios al 30-06-2020 (6 meses).
- 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 LÍDER 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.