

HRU S.A. (HRU)

Factores relevantes de la calificación

Confirmación de calificación: FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX – confirmó la calificación de HRU S.A. (HRU) en A(uy) Perspectiva Estable. La calificación contempla la performance de la compañía sustentada en su estructura de ingresos que le permitió sobrellevar el cierre de las salas durante casi cinco meses en 2020 y tres meses y medio en 2021, manteniendo un flujo operativo suficiente para el repago de inversiones y cubrir el servicio de deuda. Adicionalmente, FIX considera la recuperación esperada de la generación de fondos a niveles previos a la pandemia (COVID-19) a partir de 2023 y el reducido riesgo de refinanciación dada la estructura de deuda amortizable de largo plazo.

Recuperación de la generación de fondos: FIX espera que dado el recupero de actividad de la compañía a niveles previos a la pandemia (COVID-19) HRU logre recuperar el nivel de flujo de caja operativo a partir de 2023. FIX estima un EBITDA para 2023 cercano a USD 15 millones, con un flujo de caja operativo en torno a USD 12 millones que resultará suficiente para pagar inversiones de mantenimiento por USD 2.5 millones y dividendos estimados en USD 6.6 millones. HRU cuenta además con la cuenta el fideicomiso en garantía por USD 4 millones que, ante el cumplimiento de los de los términos de las Obligaciones Negociables, irá retirando trimestralmente en el transcurso de 2023. Adicionalmente, 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 el presente ejercicio, HRU cobrará una cuota única inicial que sería aproximadamente por USD 1 millón.

Relación con CODERE: FIX considera la mejora crediticia del grupo CODERE 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 accionistas controlantes, el cual no tiene impacto directo sobre el control de HRU, que continuará siendo CODERE Uruguay S.A. FIX monitoreará que la política de dividendos o cambios en las decisiones estratégicas no debilite la liquidez 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 en un contexto normalizado registró un promedio del 33,6% (en el período 2016-2020).

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 espera que dado el recupero de actividad de la compañía a niveles previos a la pandemia (COVID-19) HRU logre recuperar el nivel de flujo de caja operativo a partir de 2023. Un menor nivel de actividad por debajo de lo estimado por FIX y/o un menor ratio de Flujo de fondos

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.		
Consolidado (UY\$ miles)	31/12/22 12 meses	31/12/21 12 meses
Total Activos	2.925.378	2.438.341
Deuda Financiera	1.210.029	1.066.173
Ingresos	2.110.014	1.470.176
EBITDA	543.232	136.028
EBITDA (%)	25,7	9,3
Deuda Total /EBITDA	2,2	7,8
EBITDA / Intereses	11,0	2,8

Criterios Relacionados

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

Analistas



Analista Principal
 Candido Perez
 Director Asociado
candido.perez@fixscr.com
 +54 11 5235 8119



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



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

libres/servicio de deuda podría implicar una baja en la calificación. FIX consideraría una suba en la calificación en el corto plazo ante el recupero del nivel de flujo de caja operativo a los niveles cercanos en 2019-2020.

Liquidez y Estructura de capital

Adecuada liquidez y estructura de vencimientos en largo plazo: La deuda financiera de HRU a diciembre 2022 era de USD 30,2 millones compuesta por USD 5,4 millones en préstamos bancarios y el remanente por dos emisiones de ON realizadas en noviembre 2019. En tanto, el 85% se concentraba en el largo plazo. A diciembre 2022 el ratio de endeudamiento resultó en 2.3x con coberturas de intereses por 11x. Adicionalmente, a diciembre 2022, la compañía posee caja por USD 1.8 millones, cubriendo 0.4x los vencimientos de corto plazo. FIX en su caso base considera que en 2023 el ratio de deuda/EBITDA resultará inferior a 2x con adecuadas coberturas de intereses.

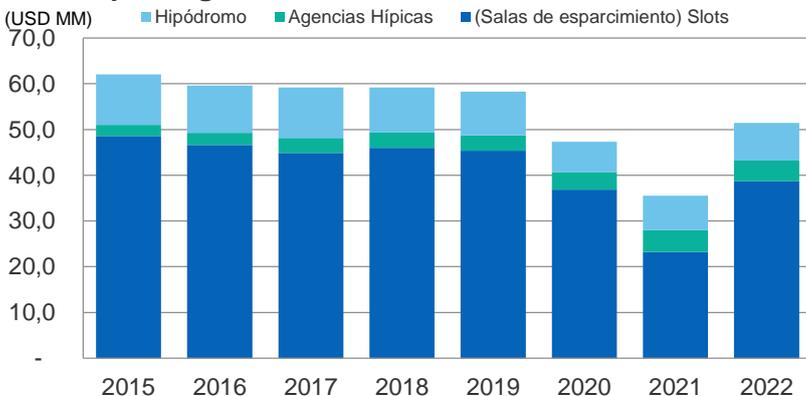
Perfil del negocio

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 1.639 máquinas, 24 terminales de apuestas, 5 salas de juego, 2 hipódromos y Actividad online.

Ventas por segmento



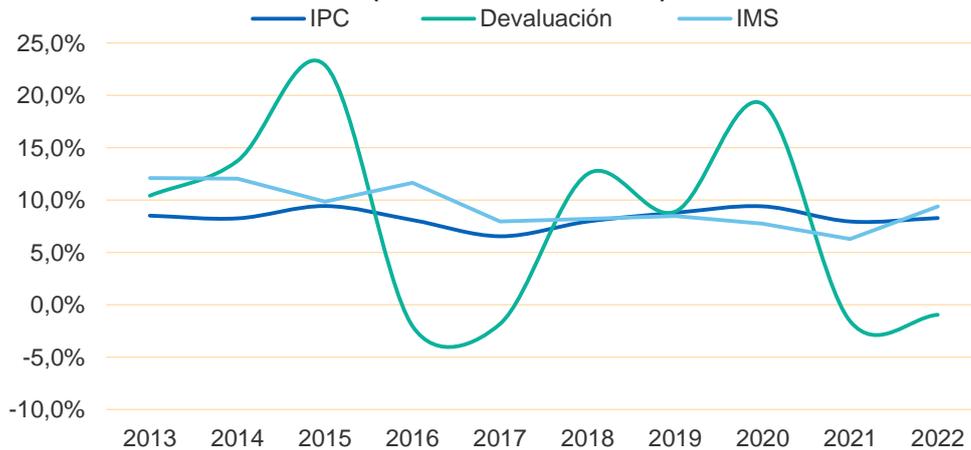
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

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 4.2 millones en 2021 con un margen del 11.4%. 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. Hacia adelante, con una actividad normalizada, la rentabilidad retornará a partir de 2023 al rango de USD 15 millones con un margen del 28 - 30%.

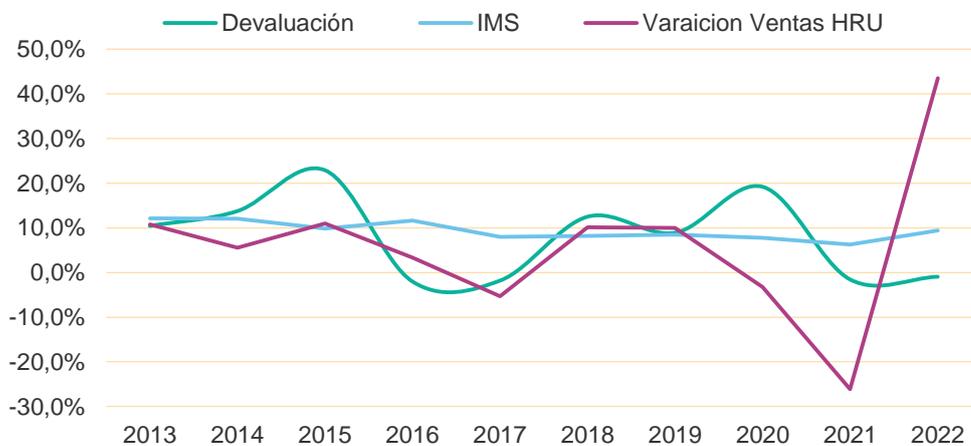
La generación de fondos de HRU se puede ver afectada por las variaciones del tipo de cambio de Uruguay y por ser una actividad regulada. Un retraso cambiario con salarios ajustables en pesos por encima de la variación del tipo de cambio o cambios regulatorios y/o políticos podría afectar la generación de ingresos futura. Al respecto, en 2022 el peso se revalorizó 0.9% mientras que el índice de los salarios registró un ajuste del 9.4%. 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 los mismos vs la devaluación.

Inflación vs Devaluación e IMS (Índice Medio de Salarios)



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr, BCU

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



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr, BCU

Arrendamiento de salas de esparcimiento “slots” (75% de los ingresos netos en el ejercicio 2022)

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.

En el ejercicio 2022, este segmento obtuvo ingresos por USD 38,7 millones, un 65% por encima del ejercicio 2021 (distorsionado por el cambio en el criterio de reconocimiento de ingresos) y superando levemente el nivel del ejercicio 2020, recuperando niveles cercanos a pre-pandemia. En 2023 HRU se encuentra realizando las actividades de este segmento al 100% de su capacidad, sin ningún tipo de restricciones.

Operación de Hipódromos (16% de los ingresos netos en el ejercicio 2022)

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.

En el ejercicio 2022, este segmento obtuvo ingresos por USD 8,2 millones, un 8% por encima del ejercicio 2021 y superando levemente el nivel del ejercicio 2019. En 2023 HRU se encuentra realizando las actividades de este segmento al 100% de su capacidad, sin ningún tipo de restricciones.

Agencias Hípicas (9% de los ingresos netos en el ejercicio 2022)

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 33% y costos de Mantenimiento, Limpieza y Seguridad en torno al 9%. Durante 2021 debido a la reducción de ingresos el costo de ventas resultó en 88%, mientras que en 2022, producto de la recuperación de los ingresos, resultó en 71%, alineado con su promedio histórico.

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 2022 el peso se revalorizó 0.9% mientras que el índice de los salarios registró un ajuste del 9.4%. 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.

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 3000 slots. HRU es el líder consolidado de este mercado con 5 establecimientos y más de 1800 slots. Se estima que cuenta con el 90% de participación de mercado. 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 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

A diciembre 2022 las ventas de HRU ascendieron a USD 51.5 millones y el EBITDA resultó en USD 13.2 millones con un margen del 25,7%, más cercano al promedio registrado en el período 2016-2020 de 33,6%. En el ejercicio 2021 los ingresos y rentabilidad resultaron impactados por el cierre de las salas de juego desde mediado 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.

Desde el comienzo de la pandemia (COVID-19), la diferencia entre el criterio de caja de los ingresos de HRU y el ingreso operativo real de las salas que le correspondería a HRU ha sufrido grandes oscilaciones, debido fundamentalmente al cierre de salas que se produjo en algunos períodos de 2020 y 2021.

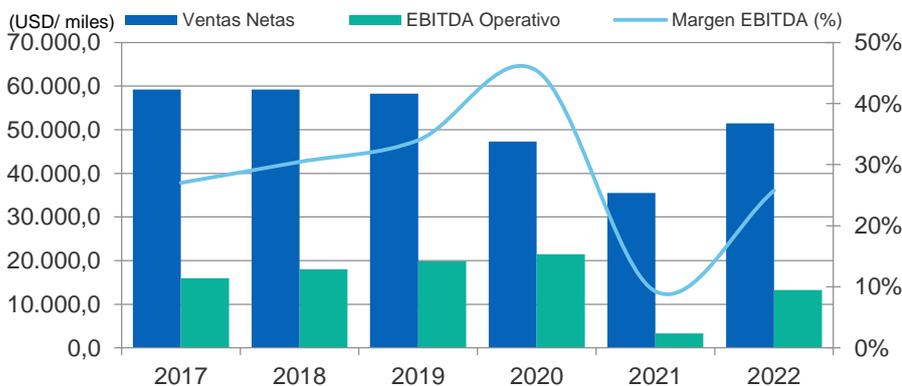
Este efecto resulta muy negativo en el ejercicio 2022, que provoca que el EBITDA contable, siguiendo el criterio actual de registro de ingresos, sea negativo, dado que los ingresos provienen del ejercicio 2021 donde hubo varios cierres, pero la actividad durante 2022 ha permanecido al 100% todo el año, por lo que se ha producido el devengo de todos los gastos operativos.

Haciendo una estimación de los últimos tres ejercicios, si el criterio de devengado sobre ingresos hubiera estado operativo en dichos ejercicios, el EBITDA hubiera sido siempre positivo, por lo que mantener el criterio de caja sobre los ingresos produce un claro perjuicio para la sociedad y para los usuarios de la información en el ejercicio 2022 que no se producía en ejercicios anteriores.

El cambio en la política contable se registró de forma retroactiva, re-expresando cada una de las partidas de los estados financieros afectadas por el ejercicio actual y los períodos anteriores, de la siguiente manera:

Impacto en Patrimonio Neto	31/12/2022	31/12/2021	01/01/2021
Cuentas por cobrar comerciales y otras cuentas por cobrar	622.975.233	69.638.617	105.648.736
Impacto en el EERR	31/12/2022	31/12/2021	
Ingresos de actividades ordinarias	553.336.616	-36.010.119	

Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Hacia adelante, con una actividad normalizada, la rentabilidad retornará a partir de 2023 al rango de USD 15 millones con un margen del 28 - 30%.

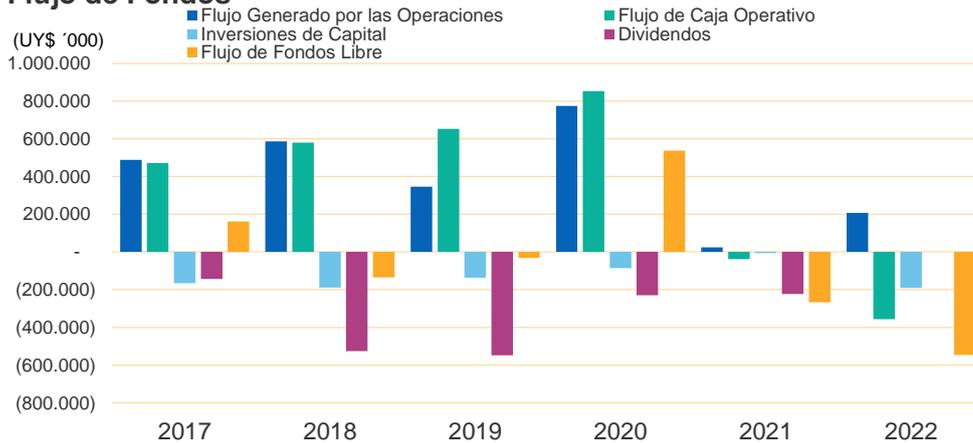
Flujo de fondos

Históricamente, la compañía genera flujo de caja operativo positivo. No obstante, a diciembre 2021 resultó negativo impactado por el cierre de las salas de juego desde mediado de marzo 2020 hasta el 6 de agosto 2020, dada la modalidad de cobranza. En tanto, a diciembre 2022, el flujo generado por las operaciones (FGO) resultó positivo en USD 5.1 millones, que luego de una variación negativa del capital de trabajo en USD 13.8 millones, el flujo de caja operativo (FCO) resultó negativo en USD 8.7 millones, debido a que las salas de juego se mantuvieron cerradas en 2021 durante más de tres meses. Por su parte, las inversiones fueron de USD 4.6 millones y no se repartieron dividendos, resultando un flujo de fondos libre negativo (FFL) por USD 13.3 millones.

Para 2023, FIX estima que un flujo de caja operativo en torno a USD 12 millones que resultará suficiente para pagar inversiones de mantenimiento por USD 2.5 millones y dividendos estimados en USD 6.6 millones. HRU cuenta además con la cuenta el fideicomiso en garantía por USD 4 millones que, ante el cumplimiento de los de los términos de las Obligaciones

Negociables, irá retirando trimestralmente en el transcurso de 2023. Adicionalmente, 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 el presente ejercicio, HRU cobrará una cuota única inicial que sería aproximadamente por USD 1 millón.

Flujo de Fondos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

El CAPEX de mantenimiento anual se estima en USD 2.5 millones. En 2023 no se proyectan inversiones adicionales para expansión.

En 2022 se realizaron inversiones por aproximadamente USD 3 millones destinadas a la apertura de una nueva sala en Nuevo Centro Shopping (NCS) en reemplazo de la sala en Pando, arrendada a la Dirección General de Casinos (DGC).

En tanto, en marzo 2023 se aprobó un proyecto de inversión por un monto total de UI 69.945.548 (USD 9,8 millones) y se otorgó un crédito por el IVA por hasta un imponible de UI 17.493.419 (USD 2,4 millones) vinculado a la realización de obra civil y adquisición de equipamiento. El mismo corresponde al proyecto en el cual se utiliza la inversión de la sala NCS por la obra civil y equipamiento más las compras de máquinas por los próximos cinco años.

Liquidez y estructura de capital

La deuda financiera de HRU a diciembre 2022 era de USD 30,2 millones compuesta por USD 5,4 millones en préstamos bancarios y el remanente por dos emisiones de ON realizadas en noviembre 2019. En tanto, el 85% se concentraba en el largo plazo. A diciembre 2022 el ratio de endeudamiento resultó en 2.3x con coberturas de intereses por 11x. Adicionalmente, a diciembre 2022, la compañía poseía caja por USD 1.8 millones, cubriendo 0.4x los vencimientos de corto plazo.

FIX en su caso base considera que en 2023 el ratio de deuda/EBITDA resultará inferior a 2x con adecuadas coberturas de intereses.

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.

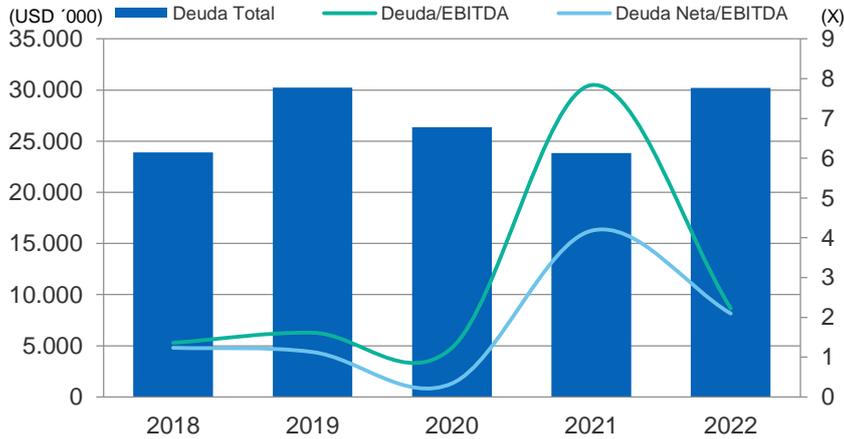
La ON Serie II se emitió por USD 3.06 millones, siendo pagadera en dólares. El capital será amortizado en cuotas mensuales consecutivas, amortizándose el 10% del capital por año hasta 2029. El capital devengará un interés equivalente al 4.75% anual.

La amortización del 10% por año hasta 2029 se estima en USD 3.0 millones por año dependiendo de la fluctuación de las IU.

En diciembre 2022 la Sociedad obtuvo un préstamo de Scotiabank por USD 4,4 millones, con vencimiento a enero 2024 y una tasa de interés del 5,9%.

Adicionalmente, la Sociedad mantiene un préstamo de Itaú por USD 1 millón (Línea abierta por USD 3 millones), con vencimiento a marzo 2023 renovable y una tasa de interés del 4,25%.

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Liquidez - HRU S.A

UY\$ '000	2018	2019	2020	2021	2022
EBITDA Operativo	569.376	699.084	902.814	136.028	543.232
Caja e Inversiones Corrientes	70.752	339.394	809.764	498.083	71.419
Deuda Corto Plazo	175.283	113.960	1.115.782	1.066.173	183.851
Deuda Largo Plazo	598.701	1.014.451	-	-	1.026.178

Indicadores Crediticios

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

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 en 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	2022	2021	2020	2019	2018	2017
	12 meses					
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	543.232	136.028	902.814	699.084	569.376	458.852
EBITDAR Operativo	543.232	136.028	902.814	699.084	569.376	458.852
Margen de EBITDA	25,7	9,3	45,4	34,0	30,4	27,0
Margen de EBITDAR	25,7	9,3	45,4	34,0	30,4	27,0
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	11,5	3,8	39,8	22,5	37,5	32,1
Margen del Flujo de Fondos Libre	(25,9)	(18,2)	27,0	(1,6)	(7,2)	9,5
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	26,4	(8,7)	53,4	41,9	31,5	18,3
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	5,2	1,5	11,7	6,5	20,4	16,5
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	11,0	2,8	12,4	11,2	18,8	14,6
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	11,0	2,8	12,4	11,2	18,8	14,6
EBITDA / Servicio de Deuda	2,3	0,1	0,8	4,0	2,8	2,6
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	2,3	0,1	0,8	4,0	2,8	2,6
FGO / Cargos Fijos	5,2	1,5	11,7	6,5	20,4	16,5
FFL / Servicio de Deuda	(2,1)	(0,2)	0,5	0,2	(0,5)	1,1
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(1,8)	0,3	1,2	2,1	(0,2)	1,2
FCO / Inversiones de Capital	(1,9)	(5,9)	10,0	4,8	3,1	2,8
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	4,7	14,8	1,3	2,8	1,3	1,0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,2	7,8	1,2	1,6	1,4	1,1
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,1	4,2	0,3	1,1	1,2	1,1
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	2,2	7,8	1,2	1,6	1,4	1,1
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	2,1	4,2	0,3	1,1	1,2	1,1
Costo de Financiamiento Implícito (%)	4,3	4,4	6,5	6,6	4,7	5,4
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	15,2	100,0	100,0	10,1	22,6	28,1
Balance						
Total Activos	2.925.378	2.438.341	2.744.665	2.329.853	1.898.546	1.844.424
Caja e Inversiones Corrientes	71.419	498.083	809.764	339.394	70.752	26.256
Deuda Corto Plazo	183.851	1.066.173	1.115.782	113.960	175.283	147.773
Deuda Largo Plazo	1.026.178	0	0	1.014.451	598.701	378.106

Deuda Total	1.210.029	1.066.173	1.115.782	1.128.411	773.985	525.879
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.210.029	1.066.173	1.115.782	1.128.411	773.985	525.879
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.210.029	1.066.173	1.115.782	1.128.411	773.985	525.879
Total Patrimonio	1.024.585	821.596	1.011.144	686.220	872.772	1.092.646
Total Capital Ajustado	2.234.615	1.887.770	2.126.926	1.814.632	1.646.757	1.618.524

Flujo de Caja						
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	207.184	23.923	775.022	345.432	587.187	488.615
Variación del Capital de Trabajo	(563.985)	(61.914)	76.441	306.383	(6.902)	(16.688)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(356.800)	(37.991)	851.463	651.815	580.286	471.927
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(190.036)	(6.400)	(85.138)	(135.880)	(189.245)	(166.217)
Dividendos	0	(222.605)	(229.600)	(548.260)	(526.272)	(144.085)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(546.836)	(266.996)	536.726	(32.324)	(135.231)	161.626
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	(3.648)	(4.433)	0	0
Otras Inversiones, Neto	(23.685)	4.924	5.956	2.675	2.159	1.833
Variación Neta de Deuda	143.856	(137.570)	(176.715)	300.153	177.568	(158.841)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	87.962	108.053	2.571	0	0
Variación de Caja	(426.664)	(311.681)	470.371	268.642	44.496	4.617

Estado de Resultados						
Ventas Netas	2.110.014	1.470.176	1.989.872	2.056.466	1.870.064	1.698.129
Variación de Ventas (%)	43,5	(26,1)	(3,2)	10,0	10,1	(5,3)
EBIT Operativo	387.641	(30.626)	672.768	452.415	347.437	225.788
Intereses Financieros Brutos	49.392	48.011	72.558	62.622	30.299	31.424
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	202.989	(72.592)	554.524	361.707	309.999	194.866

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 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, 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 t/(Servicio de deuda Financiera del año t+1) mayor a 2.
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 recate 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 **27 de Abril de 2023** 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 periodo 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 31/12/2022
- 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



FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA



FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA



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 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 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 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.