

HRU S.A. (HRU)

Factores relevantes de la calificación

Suba de calificación: FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. – en adelante FIX – subió la calificación de emisor de largo plazo de HRU S.A. (HRU) y de las Obligaciones Negociables Serie I, Serie II y Serie III emitidas a Categoría A+(uy) desde A(uy). La Perspectiva es Estable. La suba se fundamenta en el sólido perfil operativo con salas de slots en Montevideo que presentan ventas en torno a USD 60 millones anuales en promedio, mostrando un comportamiento resiliente ante distintos niveles de actividad y empleo a lo largo de los años. Los contratos de concesión vencen en el año 2032, posterior a los vencimientos de capital final de las ONs en 2029 y 2030, con Flujo de Fondos Libres (FFL) consistentemente positivos a lo largo de los años aun incluyendo pago de dividendos que permiten cubrir la amortización de capital de las ON en torno a USD 6 millones por año.

Sólida posición competitiva: La calificación se sustenta en el liderazgo de HRU en el área metropolitana de Montevideo y el grado de madurez de negocio alcanzado a diciembre 2025, con un Flujo Generado por las Operaciones (FGO) positivo, por USD 6 millones. La compañía detenta una generación de Flujo Operativo estable que refleja la optimización de las operaciones de los juegos de slots. Esto resulta de su posición de liderazgo de las salas de esparcimiento que opera actualmente y de la regulación nacional estable, contando con más de 2.300 máquinas, 24 terminales de apuestas, 5 salas de juego y 2 hipódromos.

Estructura de deuda a largo plazo: A diciembre 2025, HRU posee un total de deuda financiera de USD 25,9 millones, compuesto mayoritariamente por USD 25,3 millones de Obligaciones Negociables. Las Obligaciones Negociables poseen amortizaciones de capital de USD 6 millones desde 2025 (primer año de amortización de la Serie III) con vencimiento final en 2029 (Serie 1 y Serie 2) y 2030 (Serie 3). A su vez, la compañía muestra un apalancamiento estable frente a periodos previos, con un ratio de deuda a EBITDA de 2,0x a diciembre 2025.

Sensibilidad de la Calificación

Las calificaciones podrían verse afectadas negativamente por: (i) empeoramiento de la situación crediticia del grupo CODERE que impacte en la flexibilidad financiera en HRU. (ii) sostenida agresividad en la distribución de dividendos con FFL negativo (iii) cambios normativos. (iv) confluencia de factores macroeconómicos propios de Uruguay o de países vecinos que afecten significativamente la demanda.

Si bien no se esperan subas en el corto plazo, la calificación podría subir ante una mayor generación de flujos que permita un desapalancamiento más rápido llevando el ratio deuda/EBITDA por debajo de 1,0x de manera sostenida.

Liquidez y Estructura de capital

Adecuada liquidez: Históricamente, HRU ha presentado una liquidez adecuada, cubriendo con Caja más FGO la deuda de corto plazo a excepción de 2021 afectado por medidas sanitarias. A diciembre 2025, según información de gestión provista por la compañía, la caja ascendía a USD 1,7 millones, que si sumamos el FGO cubre la deuda de corto plazo en 1,1x. La misma asciende a USD 7,1 millones a diciembre 2025, considerando amortizaciones mensuales de las Serie 1 y Serie 2 emitidas y vencimientos trimestrales de la Serie 3.

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)
ON Serie 3 en pesos ajustables por UI* 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)	31/12/25 12 meses	31/12/24 12 meses
Total Activos	2.810.075	3.168.823
Deuda Financiera	1.009.319	1.162.452
Ingresos	2.480.112	2.419.914
EBITDA	541.155	617.509
EBITDA (%)	21,8	25,5
Deuda Total /EBITDA (x)	1,9	1,9
EBITDA / Intereses (x)	10,8	9,4

Criterios Relacionados

Manual de Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas, Registrado ante el Banco Central del Uruguay. Marzo 2016. Disponible en www.bcu.gub.uy

Analistas



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



Analista Secundario
Lisandro Sabarino
Director
lisandro.sabarino@fixscr.com
+54 11 5235 8123

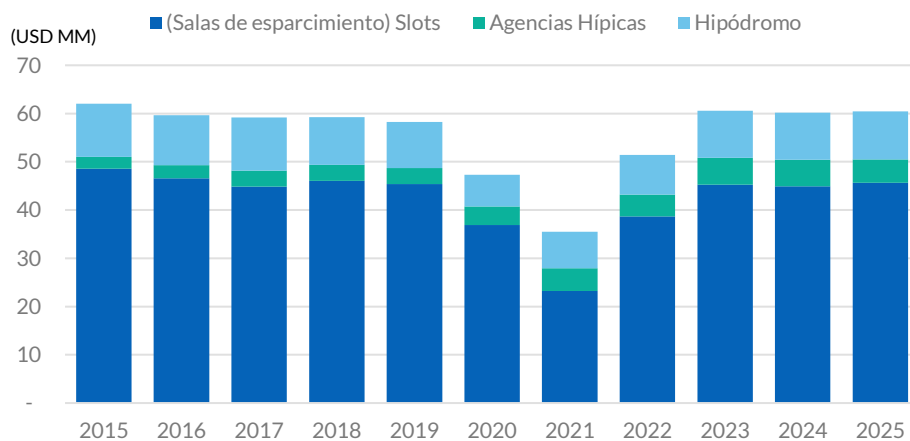
Perfil del negocio

HRU, perteneciente al Grupo CODERE, 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): 18 de julio, Montevideo Shopping Center, Géant, Las Piedras y Pando.

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

La compañía cuenta con más de 2.300 máquinas, 24 terminales de apuestas, 5 salas de juego, 2 hipódromos y Actividad online.

Ventas por segmento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

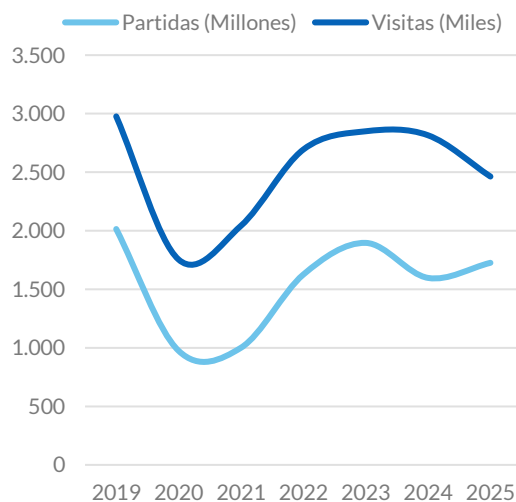
Arrendamiento de salas de esparcimiento o "slots"

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 según rendimiento obtenido por cada una de las salas en el año inmediato anterior. A diciembre 2025, este segmento representó el 76% de los ingresos de la compañía.

Los ingresos de HRU representan un 39,2% de los ingresos netos del 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, gastronomía).

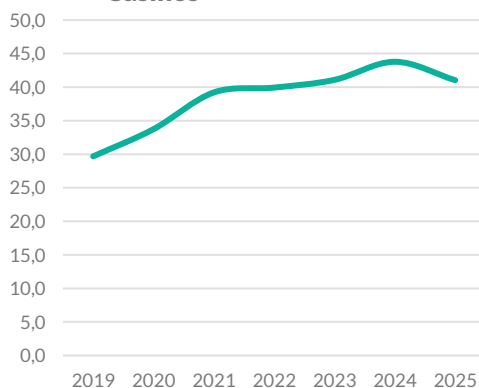
HRU arrienda cinco salas, tal como lo estipula el contrato de concesión: 18 de julio, Montevideo Shopping Center, Géant, Las Piedras y Nuevo Centro Shopping. Dos de las salas se encuentran ubicadas en Montevideo y tres en Canelones, todas en el área metropolitana de Montevideo. Los espacios son alquilados por HRU a los distintos proveedores, a través de contratos de largo plazo. Al respecto, en noviembre 2022 se produjo la apertura de una nueva sala en Nuevo Centro Shopping en reemplazo de la sala en Pando, arrendada a la Dirección General de Casinos (DGC).

Evolución Actividad de Casinos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Evolución Actividad de Casinos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

En el ejercicio 2025, este segmento obtuvo ingresos por USD 45,6 millones, en línea con los resultados de los últimos años. Si bien, las visitas se redujeron, 2025 muestra un leve crecimiento de partidas jugadas junto con un menor monto por partida.

Operación de Hipódromos

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.

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

En el ejercicio 2025, este segmento obtuvo ingresos por USD 10 millones, en línea con los valores del ejercicio 2024.

Agencias Hípicas

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 73% en promedio de las ventas (últimos cinco ejercicios) y se caracteriza por una importante participación de costos laborales, en torno al 35% y costos de Mantenimiento, Limpieza y Seguridad en torno al 9%. Durante 2025 el costo de ventas resultó un 76%, alineado con su promedio histórico como consecuencia de la caída del tipo de cambio.

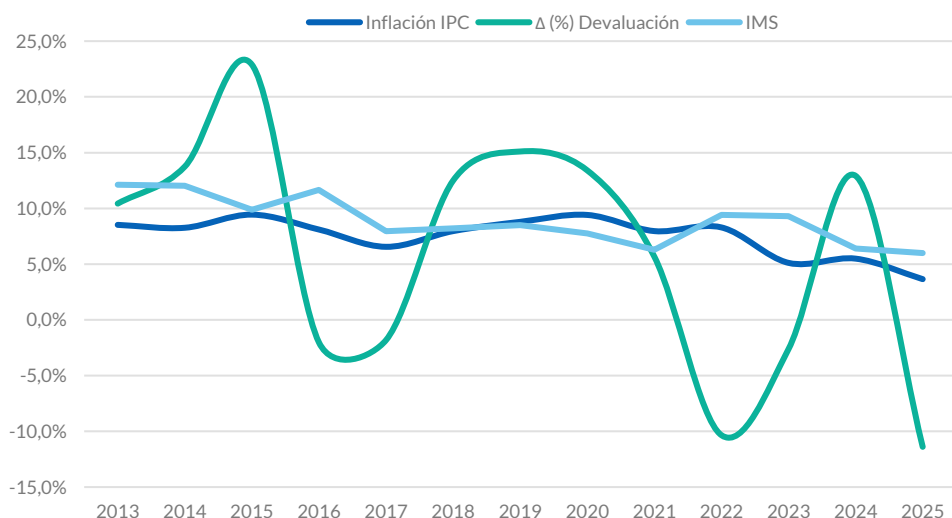
Factores de Riesgo

Riesgo del Sector

HRU presenta una sólida posición de liderazgo en el área metropolitana de Montevideo y un grado de madurez de negocio alcanzado. La compañía detenta una generación de flujo operativo estable (excluyendo el período 2020 - 2021) 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.

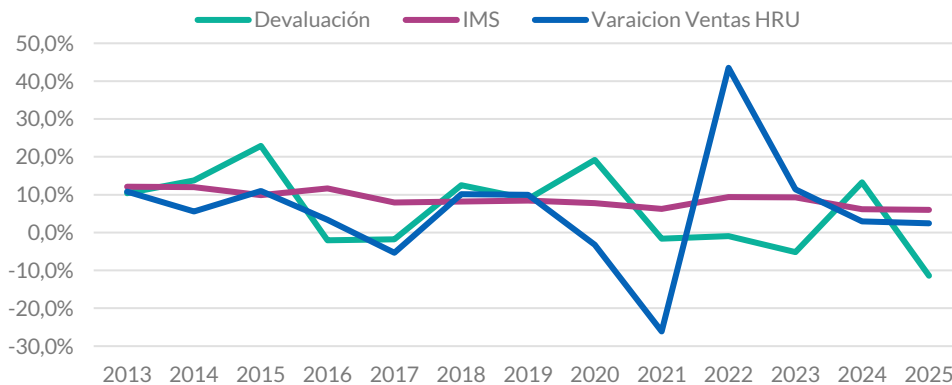
El sector puede verse afectado por las variaciones del tipo de cambio de Uruguay y por ser una actividad regulada. Un retraso cambiario con salarios ajustables en pesos por encima de la variación del tipo de cambio o cambios regulatorios y/o políticos podría afectar la generación de ingresos futura. Al respecto, en 2025 el tipo de cambio se redujo en un 11,4% mientras que el índice de los salarios registró una suba del 6,0%. En tanto, los flujos de la compañía resultan perjudicados por la apreciación cambiaria del peso uruguayo, ya que sus ingresos se encuentran denominados en dólares y sus costos en pesos uruguayos.

Evolución Inflación, Devaluación, IMS (Índice Medio de Salarios)



Fuente: BCU

Evolución Ventas HRU, Devaluación, IMS



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr, BCU

Factores de Riesgo de la Compañía

- **Riesgo de descalce de moneda:** La rentabilidad de la empresa se encuentra expuesta al riesgo de descalce de moneda y podría verse deteriorada ante un persistente retraso cambiario, dado que los ingresos están denominados en dólares frente a costos se encuentran indexados en pesos.
- **Actividad regulada:** Los ingresos del subarrendamiento 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.
- **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.

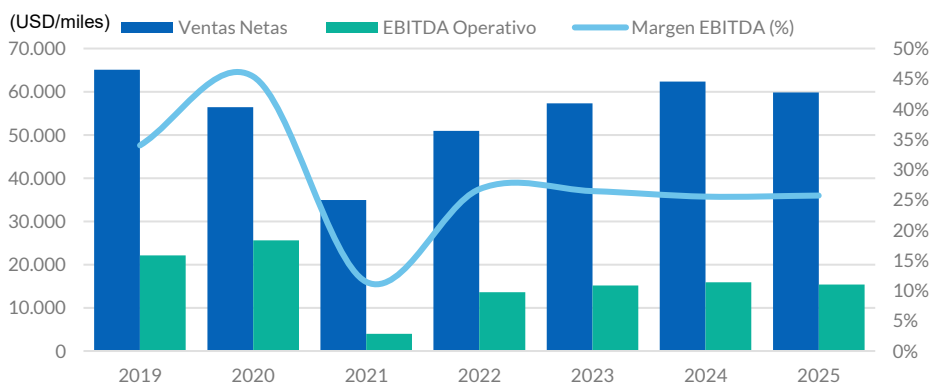
Perfil financiero

Rentabilidad

A diciembre 2025, HRU presenta ingresos por USD 60,4 millones con un EBITDA de USD 13,2 millones arrojando un 21,8% de margen. Los ingresos se muestran estables respecto a los valores de 2024, USD 60,2 millones de ventas y EBITDA por USD 15 millones al 25,5%. La reducción de márgenes es consecuencia de un aumento de costos operativos y administrativos, particularmente gastos en comisiones y salarios. Los últimos valores de Ventas muestran una estabilización, aunque con un deterioro de márgenes frente a los ejercicios 2018 y 2019.

Hacia adelante, FIX espera un EBITDA en el rango de USD 15,5 millones con un margen cercano al 25%.

Evolución Ventas - EBITDA

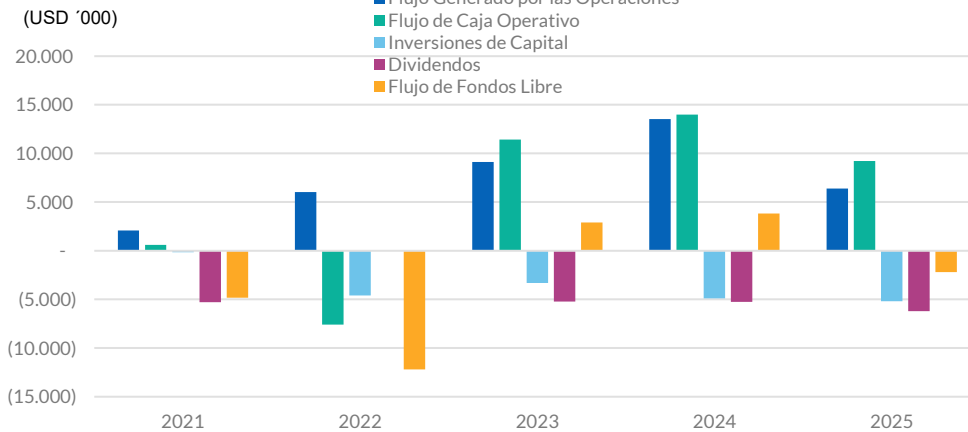


Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flujo de fondos

Históricamente, la compañía genera FCO positivo. A diciembre 2025, el flujo generado por las operaciones (FGO) resultó en USD 6 millones que, luego de una variación positiva del capital de trabajo en USD 2,7 millones, el FCO resultó en USD 8,7 millones. Por su parte, las inversiones fueron de USD 4,9 millones y se repartieron dividendos por USD 5,8 millones, resultando un FFL negativo por USD 2,1 millones. Estos valores revierten la tendencia de flujos positivos producto de mayores diferencias de cambio negativa como producto de que solo el 33% del pasivo se encuentra en pesos uruguayos, haciendo que la apreciación cambiaria durante el 2025 afecte los flujos de la compañía.

Flujo de Fondos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Para 2026, FIX estima un FCO en torno a USD 10 millones que resultaría suficiente para pagar inversiones de mantenimiento por USD 4 millones y dividendos estimados en hasta USD 5 millones.

Estructura de capital

La deuda de HRU, a diciembre 2025, asciende a USD 25,9 millones que comprenden vencimientos de obligaciones negociables emitidas por la compañía, donde 73% de la deuda se concentra en el largo plazo dado su perfil de vencimientos y el 94% del total se encuentra denominada en Unidades Indexables (UI) junto con el restante denominado en USD. Por su parte el ratio Deuda Total / EBITDA muestra valores 2,0x con una cobertura de intereses de 10,8x (medidos en dólares). La compañía muestra una reducción de deudas respecto a 2023 y 2024 (deuda total por USD 29,6 millones y USD 26,4 millones respectivamente), aunque con ratios superiores fruto de la compresión de márgenes frente a 2024. Por otro lado, la deuda bancaria a largo plazo de la compañía fue cancelada con fondos provenientes de la emisión de la Serie 3 de Obligaciones Negociables.

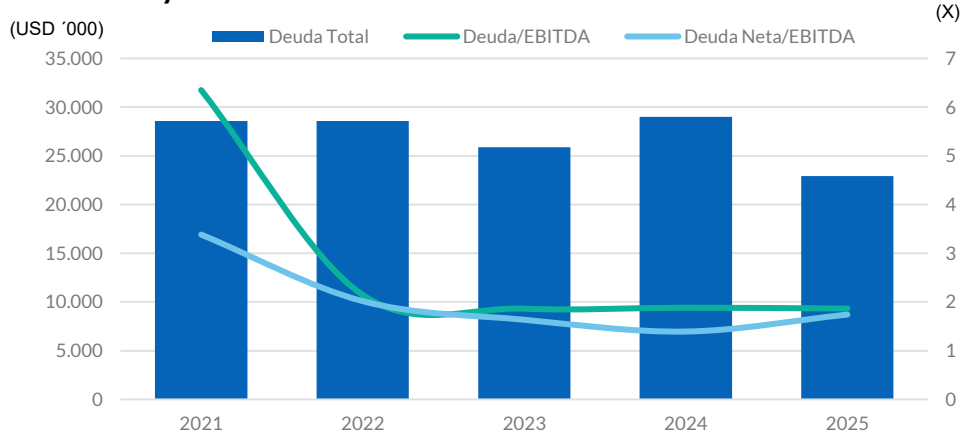
Respecto a las obligaciones negociables, HRU posee en circulación las siguientes series:

Serie 1: emitida por UY\$ 1.018 millones (equivalente a UI 234.335.190), pagadera en pesos uruguayos según la variación del valor de las Unidades Indexadas. El bono se emitió a 10 años, con cuotas de capital mensuales y consecutivas, amortizándose el 10% del capital por año y venciendo en 2029. El capital devengará un interés equivalente al 4.25% anual.

Serie 2: emitida por USD 3 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.

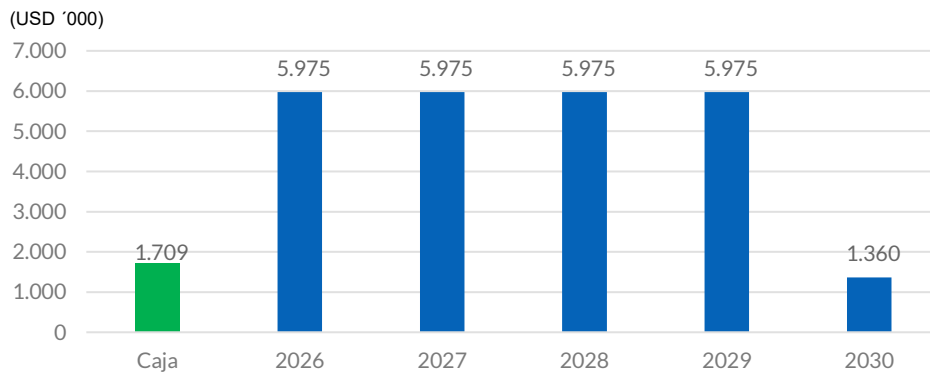
Serie 3: emitida por UY\$ 407,8 millones (equivalente a UI 66.110.965), pagadera en pesos uruguayos según la variación del valor de las Unidades Indexadas. El bono se emitió a 6 años, con amortizaciones de capital en 24 cuotas iguales, trimestrales y consecutivas. El capital devengará un interés equivalente al 4.25% anual. Dicha serie fue emitida en 2024, con el objetivo de reestructurar pasivos bancarios, financiar inversiones en salas de juego y cubrir necesidades de capital de trabajo. Hacia adelante, FIX en su caso base considera que el ratio de deuda/EBITDA resultará en torno a 1,2x con adecuadas coberturas de intereses.

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Vencimiento de la Deuda



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Liquidez

Históricamente HRU ha presentado una liquidez adecuada. A diciembre 2025, la compañía poseía caja por USD 1,7 millones, cubriendo en 0,2x los vencimientos de corto plazo. Considerando Caja + FGO / Deuda de Corto Plazo la cobertura asciende a 1,2x.

Liquidez - HRU S.A.

USD '000	2021	2022	2023	2024	2025
EBITDA Operativo	4.057	13.763	16.004	15.352	13.183
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	2.120	6.084	9.655	13.061	6.043
Caja e Inversiones Corrientes	11.143	1.782	3.610	6.854	1.709
Deuda Corto Plazo	23.851	4.588	3.835	5.130	7.064
Deuda Largo Plazo	-	25.609	25.811	21.250	18.789

Indicadores Crediticios

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

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Por otro lado, HRU posee un Fideicomiso de Garantía a resultado de los compromisos contraídos con la emisión de sus Obligaciones Negociables, al que le son cedidos derechos de créditos por ingresos de arrendamientos y eventuales indemnizaciones por parte del Estado Uruguayo, en el caso de rescisión de contratos. Por ello, mensualmente y a partir de la fecha de emisión de cada Serie de Obligaciones Negociables, la Compañía se obliga a entregar al Agente de Pago de sus bonos el monto equivalente a un tercio del próximo pago de capital y/o intereses de cada Serie de Obligaciones Negociables que deba realizarse a los titulares de las series emitidas.

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	2025	2024	2023	2022	2021	2020
	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	541.155	617.509	621.254	564.382	167.948	902.814
EBITDAR Operativo	541.155	617.509	621.254	564.382	167.948	902.814
Margen de EBITDA	21,8	25,5	26,4	26,7	11,4	45,4
Margen de EBITDAR	21,8	25,5	26,4	26,7	11,4	45,4
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	14,7	25,5	19,6	13,4	7,2	39,8
Margen del Flujo de Fondos Libre	(3,4)	6,1	5,1	(23,9)	(13,8)	27,0
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	21,8	26,6	28,0	31,9	(1,0)	53,4
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	5,9	9,0	7,1	6,1	2,8	11,7
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	10,8	9,4	10,1	11,4	3,5	12,4
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	10,8	9,4	10,1	11,4	3,5	12,4
EBITDA / Servicio de Deuda	1,7	2,1	2,9	2,4	0,2	0,8
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	1,7	2,1	2,9	2,4	0,2	0,8
FGO / Cargos Fijos	5,9	9,0	7,1	6,1	2,8	11,7
FFL / Servicio de Deuda	(0,1)	0,7	0,9	(2,0)	(0,1)	0,5
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,1	1,8	1,5	(1,6)	0,3	1,2
FCO / Inversiones de Capital	1,8	2,9	3,4	(1,7)	4,0	10,0
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	3,4	2,0	2,6	4,0	7,9	1,3
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,9	1,9	1,9	2,1	6,3	1,2
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,7	1,4	1,6	2,0	3,4	0,3
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	1,9	1,9	1,9	2,1	6,3	1,2
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	1,7	1,4	1,6	2,0	3,4	0,3
Costo de Financiamiento Implícito (%)	9,9	4,8	5,2	4,3	4,4	6,5
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	27,3	19,4	12,9	15,2	100,0	100,0
Balance						
Total Activos	2.810.075	3.168.823	3.064.920	2.925.378	2.438.341	2.744.665
Caja e Inversiones Corrientes	66.728	302.050	140.850	71.419	498.083	809.764

Deuda Corto Plazo	275.787	226.064	149.631	183.851	1.066.173	1.115.782
Deuda Largo Plazo	733.531	936.389	1.007.211	1.026.178	0	0
Deuda Total	1.009.319	1.162.452	1.156.842	1.210.029	1.066.173	1.115.782
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.009.319	1.162.452	1.156.842	1.210.029	1.066.173	1.115.782
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.009.319	1.162.452	1.156.842	1.210.029	1.066.173	1.115.782
Total Patrimonio	1.025.114	1.153.159	1.068.530	1.024.585	821.596	1.011.144
Total Capital Ajustado	2.034.433	2.315.611	2.225.372	2.234.615	1.887.770	2.126.926
Flujo de Caja						
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	248.052	525.343	374.823	249.485	87.763	775.022
Variación del Capital de Trabajo	108.813	17.544	93.810	(563.985)	(61.914)	76.441
Flujo de Caja Operativo (FCO)	356.865	542.887	468.633	(314.500)	25.849	851.463
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(201.219)	(189.967)	(136.237)	(190.036)	(6.400)	(85.138)
Dividendos	(240.008)	(204.262)	(213.568)	0	(222.605)	(229.600)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(84.362)	148.658	118.829	(504.535)	(203.156)	536.726
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0	(3.648)
Otras Inversiones, Neto	2.174	6.932	3.790	(23.685)	4.924	5.956
Variación Neta de Deuda	(153.134)	5.610	(53.188)	143.856	(137.570)	(176.715)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	87.962	108.053
Variación de Caja	(235.322)	161.200	69.431	(384.364)	(247.841)	470.371
Estado de Resultados						
Ventas Netas	2.480.112	2.419.914	2.350.438	2.110.014	1.470.176	1.989.872
Variación de Ventas (%)	2,5	3,0	11,4	43,5	(26,1)	(3,2)
EBIT Operativo	340.804	434.667	460.210	408.791	1.294	672.768
Intereses Financieros Brutos	50.210	66.029	61.774	49.392	48.011	72.558
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	111.963	288.891	271.476	245.290	(8.751)	554.524

Anexo II - Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo
- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance
- USD: dólares americanos
- Uy\$ o Pesos: pesos uruguayos
- EUR: Euros
- Slot: Máquinas de juegos de azar
- LTM: Últimos doce meses

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

Obligación Negociable Serie 3

Monto Autorizado:	Por hasta US\$ 10 millones
Monto Emisión:	USD 10.000.000 (equivalentes a UI 66.110.965)
Moneda de Emisión:	Pesos Uruguayos reajustables de acuerdo a la variación en el valor de las Unidades Indexadas
Fecha de Emisión:	29 de agosto 2024
Fecha de Vencimiento:	29 de agosto 2030
Amortización de Capital:	El capital adeudado bajo las Obligaciones Negociables Serie 3 será amortizado cuotas trimestrales y consecutivas, amortizándose el 10% del capital por año desde el 2024 al 2030.
Destino de los fondos:	Los fondos serán utilizados para cancelar deudas bancarias, 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 3 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 tercer aniversario cumplido. • 102% (ciento dos por ciento) a partir del cuarto aniversario cumplido. • 101% (ciento uno por ciento) a partir del quinto aniversario cumplido respecto del saldo de Capital en circulación a la fecha.
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 2x a desde la fecha de emisión 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 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.**, en adelante **FIX**, reunido el **28 de abril de 2026** subió la calificación de emisor de largo plazo de **HRU S.A.** a Categoría **A+(uy)** desde Categoría **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**
- Obligaciones Negociables Serie 3 en Pesos Uruguayos reajustables (Unidades Indexadas) por hasta US\$ 10 millones

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

La **Perspectiva** es **Estable**.

Categoría A(uy): "A" nacional implica una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de repago en tiempo y forma en un grado mayor que para aquellas obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

Las calificaciones nacionales no son comparables entre distintos países, por lo cual se identifican agregando un sufijo para el país al que se refieren. En el caso de Uruguay se agregará "(uy)".

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no altera la definición de la categoría correspondiente a la cual se los añade.

La perspectiva indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. La perspectiva puede ser positiva, negativa o estable. Una perspectiva negativa o positiva no implica que un cambio en la calificación sea inevitable. Del mismo modo, una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen.

La calificación asignada se desprende del análisis de los factores cuantitativos y cualitativos. Dentro de los factores cuantitativos se analizaron la rentabilidad, el flujo de fondos, el endeudamiento y estructura de capital, y el fondeo y flexibilidad financiera de la compañía. El análisis de los factores cualitativos contempló el riesgo del sector, la posición competitiva, y la administración y calidad de los accionistas.

Criterios Relacionados

Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas de fecha marzo 2016 registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en www.bcu.gub.uy

Fuentes:

- Estados Contables presentados por la compañía, último balance anual al 31/12/2025.
- Auditor externo del último balance auditado: Estudios Kaplan y Asociados.
- Prospecto de emisión de las Obligaciones Negociables Serie 1 (por hasta USD 30.000.000 en UI), Serie 2 (por hasta USD 10.000.000) y Serie 3 (por hasta USD 10.000.000 en UI). disponible en www.bcu.gub.uy



GUSTAVO AVILA
FIX SCR S.A.
ICR AFILIADA A FITCH RATINGS



Lisandro Sabarino
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. –en adelante la calificadora-, ha recibido honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA LIDER SE BASA EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR SA (www.fixscr.com)

Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA considera creíbles. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO SA 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.