

**Informe Integral**

**Calificaciones**

Emisor Largo Plazo	A-(arg)
Emisión Individual de ON por hasta USD 5 millones	A-(arg)

Perspectiva	Estable
-------------	---------

**Resumen Financiero**

<b>Boldt S.A.</b>		
<b>Consolidado</b>	<b>30/04/2024</b>	<b>31/10/2023</b>
<b>(\$ millones constantes a abril 2024)</b>	<b>Año Móvil</b>	<b>12 Meses</b>
Total Activos	62.600	67.405
Deuda Financiera	12.025	10.290
Ingresos	22.684	38.986
EBITDA	-8.198	-3.026
EBITDA (%)	-36,1	-7,8
Deuda Total / EBITDA (x)	-1,5	-3,4
Deuda Neta Total / EBITDA (x)	-1,2	-0,9
EBITDA / Intereses (x)	-3,4	-1,7

**Criterios Relacionados**

[Metodología de Calificación de Empresas, registrado ante la CNV, marzo 2024](#)

**Informes Relacionados**

[Estadísticas Comparativas: Empresas Argentinas, diciembre 2023](#)

**Analistas**

Analista Principal  
 Hernan Lucchini  
 Analista  
[hernan.lucchini@fixscr.com](mailto:hernan.lucchini@fixscr.com)  
 +54 11 5235-8100

Analista Secundario  
 Gustavo Avila  
 Director Senior  
[gustavo.avila@fixscr.com](mailto:gustavo.avila@fixscr.com)  
 +54 11 5235-8146

Responsable del Sector  
 Cecilia Minguiñon  
 Director Senior  
[cecilia.minguiñon@fixscr.com](mailto:cecilia.minguiñon@fixscr.com)  
 +54 11 5235-8123

# Boldt S.A. (Continuadora)

## Factores relevantes de la calificación

**Buen perfil operativo:** La calificación se fundamenta en el buen perfil operativo con comprobada trayectoria y experimentado management, en una industria que presenta elevadas barreras de entrada y que es altamente regulada con legislaciones diferenciadas entre cada jurisdicción donde Boldt opera, con todos sus contratos más importantes renovados y a largo plazo. FIX considera en la calificación el plan de reorganización societaria y reestructuración de negocio llevado a cabo que hacia adelante implica una estable generación de fondos en el segmento de operación de casinos físicos, mientras que el negocio de apuestas deportivas y casino on-line “bplay” presenta significativas oportunidades de crecimiento, aunque presionaría los flujos 2024 por la etapa de expansión con un alto apalancamiento pro-forma esperado. Actualmente, está presente en varias jurisdicciones de Argentina (Provincia de Buenos Aires, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Mendoza, Córdoba, Entre Ríos, Santa Fe y Jujuy) en Paraguay y el Estado de Paraná, Brasil. A su vez, la calificación incorpora el descalce de moneda entre deuda total ajustada denominada y pagadera en moneda extranjera, versus ingresos principalmente denominados en moneda local.

**Estructura de capital presionada por pico de endeudamiento:** A abril 2024, Boldt presentaba una estructura de capital con un 27% de deuda financiera. La deuda era de \$ 12.025 millones (USD 13,7 millones) compuesta en un 61% por préstamos bancarios un 37% por obligaciones negociables y el remanente por préstamos con partes relacionadas. En tanto, el 87% de la deuda era en moneda extranjera y el 57% se concentraba en el corto plazo. FIX en su caso base considera un pico de endeudamiento en los ejercicios 2024 y 2025 con un ratio de deuda/EBITDA en torno a 7-8x.

**Elevados costos operativos limitan el flujo operativo:** La compañía aún continúa redistribuyendo los costos luego de la reorganización societaria por lo que hacia adelante se espera que los mismos disminuyan, ya que actualmente Boldt carga con costos adicionales a su estructura que aún no han sido reasignados. Para el presente ejercicio, FIX espera márgenes deteriorados debido esta situación y a elevados costos en desarrollo y marketing para continuar con el posicionamiento de “bplay”, en torno a USD 6 millones, recuperándose hacia adelante con un incremento de los ingresos y una reasignación y optimización de los costos arrojando márgenes cercanos al 6-8%.

**Riesgo de descalce de moneda:** Al tener el 87% de la deuda financiera en moneda extranjera al igual que parte de los costos de la compañía, dadas las comisiones a la plataforma de juego y las verticales de juego online, podría tener un significativo incremento en los costos financieros y operativos, en caso de una fuerte devaluación. En tanto, anteriormente el pago a y las verticales de juego se realizaba convirtiendo los pesos correspondientes a dólar MEP mientras que en la actualidad se realiza el pago por MULC.

## Sensibilidad de la calificación

La calificación de Boldt podría verse afectada si el desempeño operativo empeora debido a un crecimiento del negocio de juego on-line más paulatino al esperado que derive en menores ingresos y debilite los márgenes y las métricas crediticias de manera sostenida.

De la misma manera, la calificación podría bajar ante una fuerte devaluación, que genere un significativo incremento en los costos financieros y operativos.

Asimismo, la calificación no contempla gastos en desarrollo y marketing superiores a USD 6 millones para el presente ejercicio y el próximo ni tampoco deuda adicional, por lo que ante necesidades de financiamiento FIX espera que sea con Equity.

No se esperan subas de calificación en el corto/mediano plazo.

## Liquidez y Estructura de Capital

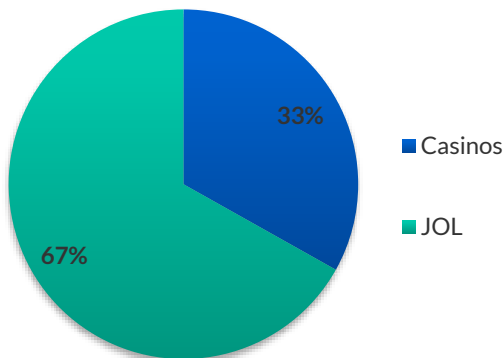
**Moderada liquidez y adecuado acceso al financiamiento:** Históricamente Boldt ha presentado una holgada liquidez cubriendo con caja e inversiones corrientes la totalidad de la deuda. No obstante, a abril 2024 luego de la escisión, la caja e inversiones corrientes ascendían a \$ 2.092 millones cubriendo el 41% de la deuda de corto plazo. Adicionalmente, Boldt detenta un probado acceso al mercado de crédito nacional e internacional, a través de sus líneas de crédito disponibles con distintos bancos de primera línea. Adicionalmente, en septiembre 2023 la compañía emitió Obligaciones Negociables por USD 5 millones a 30 meses.

## Perfil del Negocio

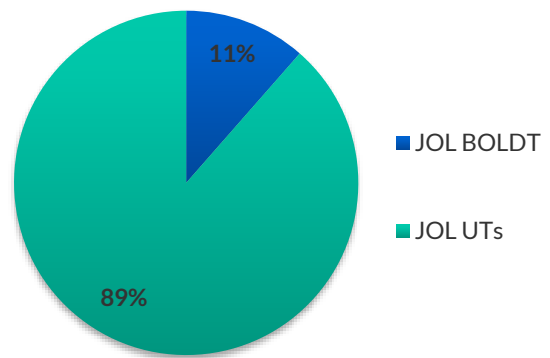
Boldt S.A. (Boldt) es una compañía argentina domiciliada en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires con más de 90 años de trayectoria que luego de la reorganización societaria del año 2023 quedó dedicada principalmente a la explotación de juegos de azar tanto en casinos físicos (land based) como bajo su modalidad en línea, juego on line (JOL), operando con una marca propia de juego online denominada “bplay”.

En marzo 2023, el Directorio de la Sociedad se reunió a los fines de considerar un plan de reorganización societaria, con el objetivo de potenciar y maximizar el desarrollo y crecimiento de los múltiples negocios que lleva adelante el Grupo. El mismo consistió en escindir parcialmente el patrimonio de la sociedad con destino a la creación de cuatro nuevas sociedades. Por su parte, Boldt mantiene el patrimonio inherente a los negocios que incluyen principalmente la prestación de los servicios de entretenimiento, gastronomía y hotelería; la explotación de casinos y la prestación de los servicios de CAS; la titularidad y explotación de licencias de juego on-line y prestación de servicios a terceros en dicho negocio. Tomando en cuenta los valores que surgen del Balance Especial de Escisión a abril 2023, la sociedad continuadora mantiene el 72,1% del patrimonio que tenía a dicha fecha.

**Ingresos abril 2024 (6 meses) Boldt + UTs**



**Ingresos JOL abril 2024 (6 meses) Boldt + UTs**



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

## Entretenimientos

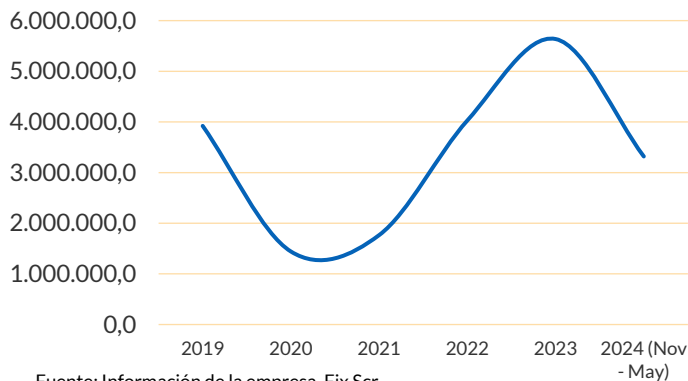
En la actualidad el core principal de los negocios se encuentra focalizado en el desarrollo de la unidad de entretenimiento, de la mano de la explotación de juegos de azar tanto en casinos físicos (land based) como bajo su modalidad en línea.

La compañía se dedica al desarrollo y la gestión integral de centros de entretenimiento y turismo, incluyendo en sus prestaciones la implementación de todos los servicios necesarios para su funcionamiento, desde la gastronomía hasta los espectáculos. Se encuentra principalmente involucrada en el negocio de la administración y/o gerenciamiento y/o explotación de casinos y máquinas electrónicas de azar, de entretenimiento, hoteleras y afines. Actualmente, Boldt tiene vigentes los contratos para las prestaciones de servicios y provisión de máquinas tragamonedas, así como el arrendamiento de inmuebles donde funcionan los

casinos conocidos como “Casino de Tigre – Trilenium”, “Casino del Mar”, “Casino de Tandil” y “Casino de Miramar”.

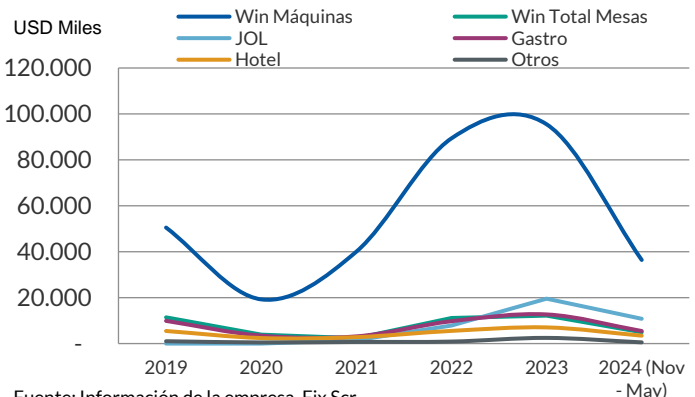
Adicionalmente, asociados con Peralada Grup a través de su firma Invergaming S.A., líder en el mercado español de entretenimientos, participa 50/50 con Boldt S.A. en la explotación de: Complejo Puerto Ribera (Hotel Los Silos y Casino Puerto Santa Fe), Melincué Casino & Resort, Rivera Casino & Resort (Uruguay), Salto Hotel & Casino (Uruguay), Ovalle Casino & Resort (Chile) y 7 Saltos Resort (Paraguay).

**Evolución de Visitas a los casinos de Boldt**



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr  
 A partir de 2021 se agregan los casinos de Tigre y de la Costa

**Evolución de ingresos (USD)**



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr  
 A partir de 2021 se agregan los casinos de Tigre y de la Costa

Asimismo, Boldt ha desarrollado una marca propia de juego online denominada “bplay”, que tiene como gran objetivo complementar la oferta de casinos presenciales con las apuestas deportivas y casino on-line, potenciando así la experiencia de los usuarios y adaptándose a los cambios de hábitos que se visualizan en el mundo. Actualmente ya está presente en varias jurisdicciones de Argentina (Provincia de Buenos Aires, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Mendoza, Córdoba, Entre Ríos, Santa Fe y Jujuy) en Paraguay y el Estado de Paraná, Brasil. La Sociedad participa en Provincia de Buenos Aires, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Córdoba y Mendoza a través cuatro uniones transitorias (U.T.), para cumplir con los requerimientos de los pliegos licitatorios en cada jurisdicción. Adicionalmente, en Entre Ríos y en Jujuy opera un tercero y BOLDT presta el servicio (B2B).

En abril 2024 se comenzó a operar en Jujuy con una propuesta integral que incluye tanto juegos de casino como apuestas deportivas. Es relevante resaltar que este lanzamiento representa un hito en la historia de “bplay” que, por primera vez, brinda sus servicios a través de la operación con plataforma propia de software, la que se encuentra en pleno funcionamiento y cuenta con una oferta de juegos diversificada, que abarca juegos de casino (slots) y apuestas deportivas, consolidándose como un activo estratégico de gran importancia para potenciales futuras expansiones, tanto en el ámbito local como internacional.

Tanto los juegos como las plataformas de juego son adquiridos a terceros, no son desarrollados por BOLDT. En todos los casos, se trata de proveedores internacionales de primer nivel.

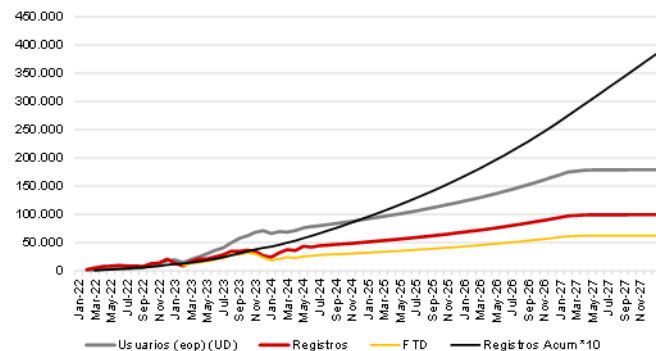
Respecto de la operatoria, actualmente los jugadores solo están usando transferencia bancaria en pesos (desde bancos o billeteras virtuales) para tener transparencia. No obstante, se puede hacer cargas en efectivo en los casinos gestionados por BOLDT, quedando obligado a retirar fondos también por ese medio. El segmento de juego on-line cuenta con una tesorería separada dado el volumen de operaciones y el control que conllevan. En tanto, el “encaje” en la cuenta bancaria es del 100% del fondo de los usuarios. Adicionalmente, el departamento de compliance monitorea permanentemente la operatoria y tiene la potestad de suspender las cuentas y retener los fondos hasta requerir información si detecta operaciones sospechosas.

La industria de los juegos y las apuestas online crece en toda Latinoamérica, y Argentina encabeza esta tendencia. De acuerdo con diversos estudios, es el país que lidera la tabla de crecimiento de la región, debido a la relación entre cantidad de habitantes y usuarios de estas aplicaciones.

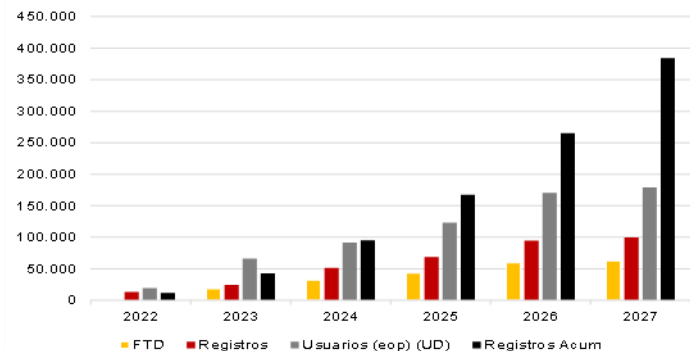
Hacia adelante, con el desarrollo de la marca propia de juego online denominada “bplay”, tiene como gran objetivo complementar la oferta de casinos presenciales con las apuestas deportivas y casino on-line, potenciando así la experiencia de los usuarios y adaptándose a los cambios de hábitos que se visualizan en el mundo.

A continuación, se expone la evolución de los usuarios histórica y proyectada suministrada por la compañía.

**Evolución de usuarios Juego on Line Bplay**



**Evolución anual de usuarios**



Usuarios (eop) (UD): Unic Deposit. En este caso serían todos usuarios los que apostaron al menos una vez en el mes.

FTD: First Time Deposit. Es cuando un registro apuesta por primera vez (puede ser un registro de meses anterior).

Registros: Son los usuarios registrados en el mes, hayan jugado o no.

Registros Acum: Son los usuarios registrados en total pero que no todos son jugadores activos. Es la base de personas que se hicieron una cuenta (pueden haber apostado alguna vez o no).

## Entretencimientos a nivel Local

### Provincia de Buenos Aires

A partir de enero 2022 Boldt ha comenzado a prestar los servicios convenidos con el Instituto Provincial de Lotería y Casinos de la Provincia de Buenos Aires (IPLyC) en el Casino de Tigre. Con respecto a las actividades y operación de las máquinas tragamonedas en la Sala de Tigre se desarrollan bajo la órbita de Boldt.

Boldt cuenta con la adjudicación del Casino de Tigre y Casino de Pinamar por el término de 20 años, con posibilidad de prórroga a opción del IPLyC por 1 año adicional. No obstante, la concesión del Casino de Pinamar se cedió a otra compañía debida la alta inversión que demandaba y el bajo retorno esperado.

En el Casino de Tigre Boldt no gestiona el negocio, el mismo lo gestiona el IPLyC. Boldt provee el servicio completo para operar y factura el servicio mensualmente (el 53% de la recaudación y la cobranza es aprox. 45 días). Por su parte, Trilenium, presta el servicio de locación, gastronomía y parking facturando el mismo a Boldt (aproximadamente USD 75 mil mensuales).

Adicionalmente, la compañía continúa prestando los servicios a su cargo en los términos del contrato vigente aprobado por decreto 145/2019 para las Salas del Casino Anexo III de Mar del Plata -Hotel Hermitage-, Tandil y Miramar. Con fecha 1 de febrero de 2023 el IPLyC prorrogó a partir del 31 de diciembre de 2022, los términos de los contratos respecto al Casino de Tandil, Casino de Miramar, Casino Anexo III de Mar del Plata (Hotel Hermitage), Mar de Ajo, Casino Anexo I de Mar del Plata (Hotel Sasso) y Casino de Sierra de la Ventana hasta el 31 de diciembre de 2023 o hasta el momento de entrada en vigencia del nuevo contrato con el/los proveedores que resulten adjudicatarios en el proceso correspondiente, lo que resulte primero.

Los casinos del Mar y de Miramar tienen una estacionalidad muy marcada, dada principalmente durante los meses del verano, de diciembre a marzo. El Casino del Mar también tiene un pico de visita y facturación en vacaciones de invierno. Por su parte, Tigre y Tandil tienen una estacionalidad similar, presentando crecimiento en sus curvas durante el verano,

aunque en menor medida que las salas costeras, creciendo en las vacaciones de invierno y en los feriados más largos como Carnaval y Semana Santa.

**Provincia de Santa Fe**

Boldt cuenta con el 50% de las Sociedades Casino Puerto Santa Fe S.A. (Casino Puerto Santa Fe) y Casino Melincué S.A. (Casino Melincué).

**Entretenimientos a nivel regional**

**Chile**

Boldt cuenta la participación indirecta de aproximadamente el 50% de la Sociedad Ovalle Casino Resort S.A. (Ovalle Casino Resort) en Ovalle, región de Coquimbo. Adicionalmente, cuenta con el 50% de la Sociedad Chillan Casino Resort S.A., en Chillán, Región de Ñuble.

**Uruguay**

Boldt cuenta con dos localidades de negocios de entretenimientos en la república de Uruguay, en Salto, la sociedad Naranpark S.A. (Salto Hotel y Casino), y en Rivera, la sociedad Manteo S.A. (Rivera Casino & Resort). La participación de Boldt es del 50% en ambas sociedades que son inmobiliarias vinculadas con el sector turístico y explotación de juegos.

Adicionalmente, Boldt cuenta con el 100% de la Sociedad ICM S.A. cuyo objeto es dedicarse a los servicios, desarrollos y soporte de tecnologías aplicadas a la industria de entretenimientos cuyo principal exponente es el CAS, sistema de desarrollo propio de nivel internacional dedicado a la gestión de máquinas.

**Paraguay**

Boldt cuenta con el 50% de la Sociedad 7 Saltos S.A. (7 Saltos Resort) en la ciudad de Salto del Guaira que realiza la explotación de juegos de azar y a fines.

**Brasil**

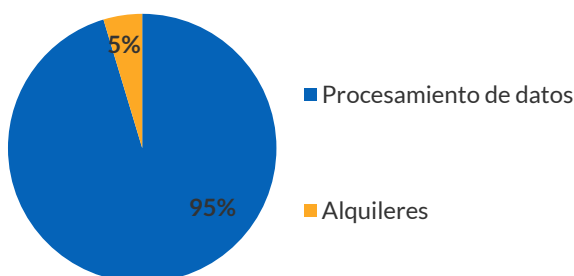
La sociedad brasileña WLC Paraná Exploração de Jogos e Apostas SPE Ltda. (en adelante, la "SPE") -sociedad conformada por Boldt S.A. y la sociedad brasileña Prohards Comercio, Desenvolvimento e Serviços em Tecnologia da Informação Ltda.- suscribieron con la Lotería del Estado de Paraná de la República Federativa del Brasil ("LOTEPAR") un contrato por medio del cual LOTEPAR otorga a la SPE la concesión para la explotación de una licencia de juego online de apuestas deportivas (modalidad de lotería de Apuestas de Cuota Fija), por un plazo de 5 años, pudiendo ser prorrogada por igual período. En noviembre 2023 Boldt comenzó a operar en el estado de Paraná, Brasil, con una licencia de juego on line para operar en el formato B2B teniendo a su cargo la provisión y el desarrollo de la plataforma tecnológica, y la gestión de los servicios de operación de juego online a través de su marca "bplay".

**Divisiones**

A abril 2024, Boldt poseía dos divisiones, las cuales son segmentos reportables. Estas divisiones ofrecen distintos productos y servicios, y son administradas en forma separada porque requieren tecnología y estrategias de marketing diferentes.

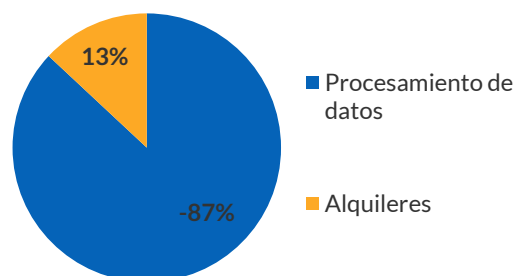
- Procesamiento de datos: Ingresos de Casinos Físicos de la Provincia de Buenos Aires y Juego on line en el formato B2B.
- Alquileres: Remanente de Trilenium S.A.U., que ya no es propiedad de Boldt.

**Ventas por segmento abril 2024**



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

**Rdo. Bruto por segmento abril 2024**



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

## Estructura de Costos

En la estructura de costos de Boldt, a abril 2024 (seis meses), el principal costo son los gastos de servicios y productos vendidos que representan el 59% de los costos totales sobre el 64% que corresponde al costo de mercaderías vendidas que, a su vez, representa 110% sobre las ventas. En tanto, los gastos de administración y comercialización representan el 36% de los costos totales y el 63% sobre las ventas, donde se destacan los gastos en Publicidad y Propaganda con el 15% de los costos totales y los Sueldos y Cargas Sociales con el 11% de los costos totales. En tanto, la marca de juego on-line "bplay", la cual, se lanzó en noviembre 2020 en Santa Fe, conlleva elevados costos de marketing, destinados a sumar suscriptores y luego a mantener los mismos dentro de la plataforma, con promociones, descuentos etc.

Adicionalmente, la compañía aún continúa redistribuyendo los costos luego de la reorganización societaria por lo que hacia adelante se espera que los mismos disminuyan, ya que actualmente Boldt carga con costos adicionales a su estructura que aún no han sido reasignados.

## Riesgo del Sector

El sector del juego tiene un perfil de riesgo superior a la media. Este refleja el carácter cíclico de la industria, la madurez en ciertos mercados, el capital intensivo y la exposición a regímenes regulatorios potencialmente volátiles. En tanto, es importante destacar que es un mercado en el que existe desde su origen el juego ilegal, y el juego legal persigue desplazar este mismo.

Este negocio, especialmente los casinos en centros turísticos, requiere inversiones de capital considerables para garantizar que el producto permanezca atractivo y competitivo. Las medidas adoptadas por el Estado Nacional para restringir el acceso a las divisas y reducir las importaciones pueden impactar de manera adversa en la capacidad de acceder a insumos y bienes de capital que son necesarios para las operaciones.

Por otra lado, las operaciones de juego son propensas a cambios regulatorios adversos que pueden tener un impacto negativo en los operadores, tales como, la revocación de las licencias y/o la resolución de los contratos de concesión de las licencias, el otorgamiento de licencias de juego adicionales, aumentos en el impuesto a los juegos de azar o tarifas relacionadas y restricciones a las operaciones mediante la imposición de medidas tales como limitaciones de apuestas o limitar la capacidad de comercialización. El negocio de la actividad de juegos de azar y apuestas en Argentina –tanto en su modalidad presencial como vía online- no cuentan con una regulación unificada y homogénea que reglamente la explotación de esta actividad con alcance nacional. Por el contrario, la regulación de la explotación de actividades de juegos de azar (dentro de los cuales se encuentran las loterías, casinos, bingos, máquinas de juegos de azar), ha sido mantenida en la órbita de los poderes provinciales. La explotación de juegos de azar es realizada a través de la concesión de licencias temporarias, otorgadas por los organismos de control de cada una de las jurisdicciones del País, a cuyo efecto la sociedad debe dar cumplimiento a las normas reglamentarias emitidas por dichos organismos así con las disposiciones contractuales específicas aplicables a cada licencia. Por su parte, en Chile se encuentra la Superintendencia de Casinos de Juego, en Uruguay la Dirección General de Casinos y en Paraguay la Comisión Nacional de Juegos de Azar (CONAJZAR).

Adicionalmente, el carácter cíclico de la industria se debe principalmente a que el negocio se encuentra expuesto a cambios en el poder adquisitivo de la población. Sin embargo, la disminución acumulada histórica del público refleja que desde el 20 de marzo de 2020 y hasta mediados del mes de diciembre de 2020 fue afectado por el cierre de todas las operaciones en las salas de casinos debido a la cuarentena establecida como consecuencia del COVID-19. Además, la disminución del público asistente en 2019 vs. 2018 se debió al cierre temporal de la Sala Casino del Mar desde agosto de 2018 hasta principios de diciembre 2019 y al cambio de operador de la Sala de Casino Central desde junio 2019. Con la apertura de las salas con protocolo parcial ocurridas el 14 de diciembre de 2020 las actividades venían recuperándose paulatinamente en línea con el aforo preventivo que disponen las autoridades de aplicación sin embargo ocurrió nuevamente el cierre de actividades desde el 9 de abril hasta su reapertura hacia fines de julio volviendo a mantenerse un aforo del 30% lo que generó la mínima afluencia del período. En tanto, en el 2021 la asistencia fue menor que el 2020 debido a que la temporada alta del 2020 no había sufrido los efectos de la pandemia ni aforos impuestos logrando la máxima afluencia de público. Por su parte, en 2023 se manifestó un recupero de la

afluencia del público y mejora también de los ingresos dada la apertura de los casinos y coincidiendo con una exitosa temporada de verano de la Costa Atlántica en la Provincia de Buenos Aires y el ingreso del casino de Tigre (antes a cargo de Trilenium S.A.U.) en enero 2022. No obstante, en el actual contexto, ante un clima económico débil con presión sobre el poder adquisitivo. Hacia adelante, a nivel regional FIX espera que haya una leve retracción del sector en 2024 en virtud de un descenso del ingreso disponible y el entorno inflacionario actual.

### Posición competitiva

Los casinos de Boldt en la provincia de Buenos Aires compiten dentro de la oferta de juego de slots con otros casinos y con salas de bingo, el otro modelo permitido para explotar máquinas tragamonedas. En la provincia de Buenos Aires, la oferta de este tipo de entretenimiento es alta, contándose 45 salas de bingo distribuidos en 32 partidos y 11 casinos, en 9 partidos. La mayoría se concentra en el conurbano, aunque el casino de Puerto Madero y el Hipódromo de Palermo, modelo único de explotación, se ubican en CABA. Otros casinos y algunas salas de Bingo se disponen en el interior de la provincia, tanto en localidades turísticas como las costeras Mar del Plata (que concentra en su ciudad 4 salas de bingo y 3 casinos), Miramar, Necochea, Pinamar o Tandil y Sierra de la Ventana, y otras en localidades rurales y/o industriales como Olavarría, Tres Arroyos, Ramallo.

El Casino del Mar compite con la oferta de Mar del Plata, las 4 salas de bingo de la empresa Codere, con el Casino Central y con el Casino del Sasso, y con el Casino de Pinamar. El Casino de Miramar también compite con las salas de Mar del Plata y en menor medida con el Casino de Necochea, mientras que el Casino de Tandil tiene como competidor más cercano a Bingo de Olavarría (BinBaires). Por su parte, Trilenium Casino tiene como competencia principalmente a Bingo Oasis de Pilar, Bingo King de San Fernando y Bingo San Miguel de Codere. También compite desde el negocio de casinos con el Casino de Buenos Aires. El Hipódromo de Palermo también comparte mercado con esta sala.

Por otro lado, a través de su plataforma "bplay", compite en el mercado local e internacional en la industria de entretenimientos, consolidado como uno de los principales referentes del juego online. El mercado en el que Boldt desarrolla su actividad se halla segmentado en jurisdicciones, cada una de las cuales ha desarrollado a través de regulaciones propias, un marco legal y controlado de operación que otorga licencias de explotación a un número acotado de operadores y plataformas entre las que se encuentran, además de "bplay" a Bet365, Betwarrior, Betsson, City Center online, Codere, Betfun y Casino Buenos Aires, entre otras. Actualmente ya está presente en varias jurisdicciones de Argentina (Provincia de Buenos Aires - Market Share 10%, Ciudad Autónoma de Buenos Aires - Market Share 7%, Mendoza - Market Share 30%, Córdoba - Market Share 11%, Entre Ríos, Santa Fe - Market Share 46% y Jujuy) y en Paraguay.

### Administración y Calidad de Accionistas

Los principales accionistas de Boldt S.A. son Antonio Eduardo Tabanelli, con el 46% del capital social y votos, y Rosana Beatriz Martina Tabanelli, con el 46,5% del capital social y votos, mientras que remanente corresponde a acciones cotizantes listadas en BYMA bajo el símbolo "BOLT".

### Factores de Riesgo

- **Actividad regulada:** Las operaciones de juego son propensas a cambios regulatorios adversos que pueden tener un impacto negativo en los operadores. La actividad de entretenimiento depende en gran medida del mantenimiento de la vigencia de las licencias por las que se han habilitado la explotación de la actividad de juegos de azar dentro del territorio argentino y países limítrofes. La revocación de las licencias y/o la resolución de los contratos de concesión de las licencias por parte de la autoridad de control de juegos de azar de las distintas jurisdicciones podrían generar la pérdida de porciones de mercado que repercutirían en forma directa en el volumen de ingresos que la Sociedad.
- **Necesidades continuas de inversión:** La Sociedad realiza inversiones de capital continuamente de manera de satisfacer los estándares de calidad operativa impuestos por los contratos. La capacidad de la Sociedad de acceder a los mercados financieros en cantidades suficientes y a un costo aceptable para obtener financiamiento depende en

gran medida de las condiciones prevalecientes en los mercados de capitales y financieros, sobre las cuales la Sociedad no tiene control. Adicionalmente, las medidas adoptadas por el Estado Nacional para restringir el acceso a las divisas y reducir las importaciones pueden impactar de manera adversa en la capacidad de acceder a insumos y bienes de capital necesarios para operar.

- **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 de la compañía. No obstante, una caída en el salario real ayudaría a contener una gran parte de los costos.
- **Riesgo de descalce de moneda:** Al tener el 87% de la deuda financiera en moneda extranjera al igual que parte de los costos de la compañía dado los cánones abonados por las licencias a las distintas jurisdicciones y a la plataforma de juego, podría tener complicaciones de abastecimiento en caso de una fuerte devaluación.

## Perfil Financiero

### Rentabilidad

A abril 2023 (año móvil), las ventas de Boldt ascendieron a \$ 22.684 millones y el EBITDA resultó negativo en \$ 8.198 millones. En tanto, las ventas a abril 2024 (seis meses) fueron por \$ 9.952 millones, mientras que a abril 2023 (seis meses) habían sido por \$ 15.408 millones, considerando servicios de procesamiento de datos (Entretenimientos), alquileres y otros servicios y venta de bienes, segmentos generadores de ingresos que actualmente quedaron en cabeza de Boldt luego de la escisión. En tanto, se destaca una caída en el segmento de servicios de procesamiento de datos del 36% (91% de los ingresos a abril 2024).

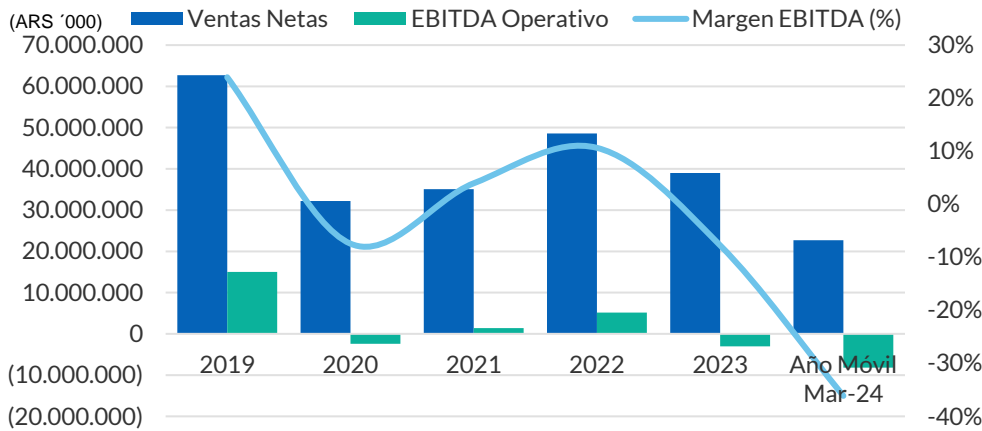
Producto del contexto fuertemente inflacionario y recesivo, las altas tasas de interés y la devaluación del dólar, el impacto sobre la ecuación económica es una realidad que afecta a los márgenes del negocio y que explica principalmente la variación del resultado del primer trimestre. En tanto, el segundo trimestre del ejercicio arrancó con altos niveles de inflación manteniéndose la pérdida del poder adquisitivo, producto de una alta recesión. Esto impactó en los resultados a través de un menor crecimiento de los ingresos respecto a lo esperado y respecto a la inflación, efecto que no ocurrió con los costos. Más allá de la actual coyuntura económica, Boldt continúa llevando a cabo su plan estratégico, haciendo foco en la eficientización y despliegue de nuevos negocios con fuerte foco en el crecimiento orgánico.

Adicionalmente, la empresa se encuentra financiando además de sus actuales negocios, dos grandes proyectos de largo plazo: la renovación del casino de Tigre a 20 años y el desarrollo de juego online donde su marca "bplay" ya participa en seis de las principales provincias del país y con amplias posibilidades de seguir desarrollándose tanto localmente como regionalmente, como por ejemplo en Brasil, incorporado recientemente.

Es importante considerar que debido al proceso de Reorganización Societaria los números incluidos en el Estado de Resultados contienen los efectos de la escisión en el comparativo al 30 de abril 2023, es decir, que dichos números contienen seis meses de la totalidad de Boldt S.A. pre-escisión y los seis meses del 2024 tienen los números de la continuadora (Entretenimientos). Por este motivo entendemos no son comparables los ingresos y costos de forma homogénea.

La compañía aún continúa redistribuyendo los costos luego de la reorganización societaria por lo que hacia adelante los mismos deberían disminuir, ya que actualmente Boldt carga con costos adicionales a su estructura que aún no han sido reasignados. Para el presente ejercicio, FIX espera márgenes deteriorados debido esta situación y a elevados costos en desarrollo y marketing para continuar con el posicionamiento de "bplay", en torno a USD 6 millones, recuperándose hacia adelante con un incremento de los ingresos y una reasignación y optimización de los costos arrojando márgenes cercanos al 6-8%.

### Evolución Ventas - EBITDA



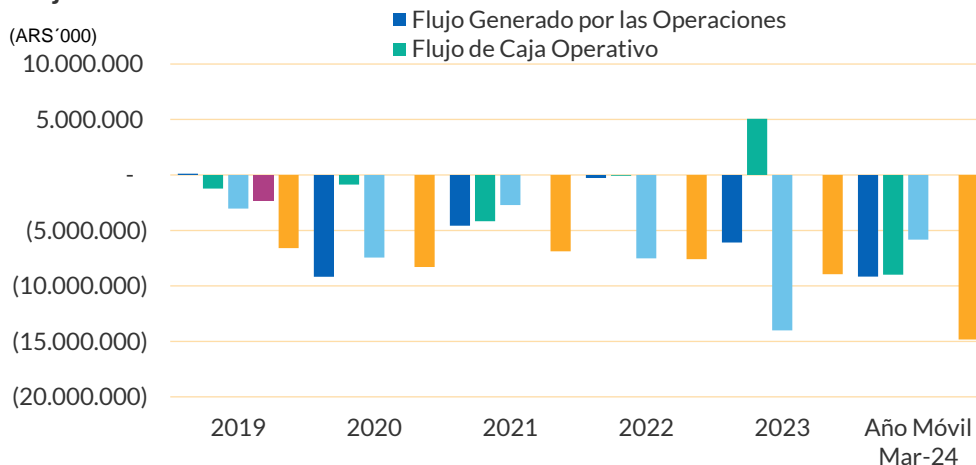
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Flujo de fondos

A abril 2024 (año móvil), el flujo generado por las operaciones (FGO) resultó negativo en \$ 9.157 millones, que luego de una variación positiva del capital de trabajo en \$ 163 millones, el flujo de caja operativo (FCO) resultó negativo en \$ 8.994 millones. Por su parte, las inversiones fueron de \$ 5.831 millones y no se repartieron dividendos, resultando un flujo de fondos libre negativo (FFL) por \$ 14.825 millones.

Hacia adelante, FIX espera que el FFL sea negativo para el ejercicio 2024 debido a un débil FGO, cambiando la tendencia hacia el ejercicio 2025 en el que se espera que el FFL sea positivo.

### Flujo de Fondos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Estructura de capital

A abril 2024, Boldt presentaba una estructura de capital con un 27% de deuda financiera. La deuda era de \$ 12.025 millones (USD 13,7 millones) compuesta en un 61% por préstamos bancarios un 37% por obligaciones negociables y el remanente por préstamos con partes relacionadas. En tanto, el 87% de la deuda era en moneda extranjera y el 57% se concentraba en el corto plazo.

Adicionalmente, a abril 2024, Boldt registraba operaciones de Leasing con Hewlett Packard Financial Services por un total de USD 247 mil a una tasa fija de 7,58% pagadero en 60 cuotas iguales y consecutivas venciendo en agosto 2027. La aplicación de dichos fondos fue la compra de equipamiento para los contratos de seguridad vial procesamiento de infracciones de la Ciudad de Buenos Aires. Esta deuda, se encuentra registrada como pasivo por arrendamiento.

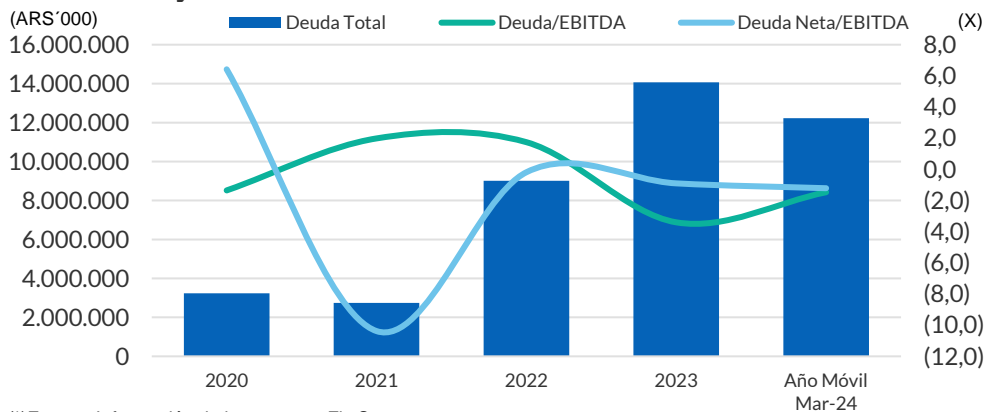
En abril 2022, Boldt obtuvo un préstamo del Banco Santander Private por USD 5,5 millones con vencimiento a abril 2025, amortización anual y tasa de interés variable. Los fondos fueron utilizados para la compra de participaciones accionarias en ICM (Uruguay) y 7 Saltos (Paraguay).

En junio 2023 la Asamblea de Accionistas de la Sociedad aprobó la emisión por parte de la Sociedad de obligaciones negociables simples (no convertibles en acciones) sin garantía, denominadas y pagaderas en dólares estadounidenses a ser suscriptas e integradas en efectivo en dólares estadounidenses, a una tasa de interés fija a licitar, con vencimiento a los 30 meses por un valor nominal de hasta USD 5 millones en una emisión individual. En septiembre 2023 fue la emisión y liquidación, siendo el resultado de la colocación de las Obligaciones Negociables de USD 5 millones, a una tasa fija 10% nominal anual, fecha de vencimiento 7 de marzo de 2026.

Actualmente, la Sociedad mantiene líneas abiertas garantizadas por los accionistas con el Banco Santander por USD 7,7 millones disponiendo a la fecha por aproximadamente USD 3 millones.

FIX en su caso base considera un pico de endeudamiento en los ejercicios 2024 y 2025 con un ratio de deuda/EBITDA en torno a 7-8x.

### Deuda Total y Endeudamiento



(\*)Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Liquidez

Históricamente Boldt ha presentado una holgada liquidez cubriendo con caja e inversiones corrientes la totalidad de la deuda. En tanto, a abril 2023, la caja e inversiones corrientes ascendían a \$ 1.323 millones cubriendo el 99% de la deuda de corto plazo y el 75% de la deuda total de la compañía. En tanto, de acuerdo con el balance de escisión al 30 de abril de 2023, la caja de Boldt posterior a la escisión ascendería a \$ 970 millones.

#### Liquidez - Boldt S.A.

ARS '000	2020	2021	2022	2023	Abr-2024 (Año Móvil)
EBITDA Operativo	3.853.726	(615.007)	354.879	1.326.327	526.728
Caja e Inversiones Corrientes	3.325.673	4.780.140	4.388.093	2.560.521	1.323.061
Deuda Corto Plazo	375.926	578.113	704.789	1.469.139	1.341.579
Deuda Largo Plazo	94.089	253.330	-	844.978	411.958
<b>Indicadores Crediticios</b>					
EBITDA / Deuda CP	10,3	(1,1)	0,5	0,9	0,4
EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP	19,1	7,2	6,7	2,6	1,4
Deuda Total / EBITDA	0,1	(1,4)	2,0	1,7	3,3

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Fondeo y flexibilidad financiera

Boldt detenta un probado acceso al mercado de crédito nacional e internacional, a través de sus líneas de crédito disponibles con distintos bancos de primera línea. Adicionalmente, en septiembre 2023 la compañía emitió Obligaciones Negociables por USD 5 millones a 30 meses.

## Anexo I. Resumen Financiero

### Resumen Financiero - Boldt S.A.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en octubre)

Cifras Consolidadas	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)
Normas Contables	NCP	NCP	NCP	NCP	NCP	NCP	NCP
Año	Año Móvil	abr-24	2023	2022	2021	2020	2019
Período	Últ. 12 meses	6 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
<b>Rentabilidad</b>							
EBITDA Operativo	(8.198.314)	(4.382.877)	(3.026.421)	5.164.781	1.381.917	(2.394.867)	15.006.595
EBITDAR Operativo	(8.198.314)	(4.382.877)	(3.026.421)	5.164.781	1.381.917	(2.394.867)	15.006.595
Margen de EBITDA	(36,1)	(44,0)	(7,8)	10,6	3,9	(7,4)	23,9
Margen de EBITDAR	(36,1)	(44,0)	(7,8)	10,6	3,9	(7,4)	23,9
Margen del Flujo de Fondos Libre	(65,4)	(110,8)	(22,9)	(15,6)	(19,6)	(25,8)	(10,5)
<b>Coberturas</b>							
FGO / Intereses Financieros Brutos	(2,8)	(3,2)	(2,4)	0,8	(2,7)	(28,8)	1,2
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	(3,4)	(3,0)	(1,7)	2,9	1,1	(7,8)	28,8
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	(3,4)	(3,0)	(1,7)	2,9	1,1	(7,8)	28,8
EBITDA / Servicio de Deuda	(1,1)	(1,1)	(0,5)	0,7	0,3	(0,9)	7,6
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	(1,1)	(0,7)	(0,5)	0,7	0,3	(0,9)	7,6
FGO / Cargos Fijos	(2,8)	(3,2)	(2,4)	0,8	(2,7)	(28,8)	1,2
FFL / Servicio de Deuda	(1,6)	(2,4)	(1,1)	(0,8)	(1,4)	(3,1)	(3,1)
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>							
Deuda Total Ajustada / FGO	(1,8)	(1,3)	(3,3)	6,0	(0,8)	(0,4)	2,9
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(1,5)	(1,4)	(3,4)	1,7	2,0	(1,4)	0,1
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(1,2)	(1,1)	(0,9)	(0,2)	(10,4)	6,4	(0,7)
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	(1,5)	(1,4)	(4,6)	1,7	2,0	(1,4)	0,1
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	(1,2)	(1,2)	(2,1)	(0,2)	(10,4)	6,4	(0,7)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	21,5	26,0	20,8	39,5	89,7	19,0	57,0
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	42,6	42,6	44,7	63,5	100,0	69,5	80,0
<b>Balance</b>							
Total Activos	62.600.079	62.600.079	67.405.259	110.051.346	116.830.211	130.883.922	131.096.596
Caja e Inversiones Corrientes	2.092.138	2.092.138	7.570.589	9.970.795	17.087.447	18.614.099	12.950.333
Deuda Corto Plazo	5.125.572	5.125.572	4.595.847	5.720.898	2.744.484	2.251.201	1.463.876
Deuda Largo Plazo	6.899.743	6.899.743	5.694.305	3.290.384	0	986.478	366.387
Deuda Total	12.025.315	12.025.315	10.290.152	9.011.281	2.744.484	3.237.679	1.830.262
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	12.025.315	12.025.315	10.290.152	9.011.281	2.744.484	3.237.679	1.830.262
Deuda Fuera de Balance	203.931	203.931	3.779.801	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	12.229.246	12.229.246	14.069.953	9.011.281	2.744.484	3.237.679	1.830.262
Total Patrimonio	32.748.068	32.748.068	37.696.348	69.145.458	76.265.100	86.236.380	111.091.481
Total Capital Ajustado	44.977.314	44.977.314	51.766.301	78.156.739	79.009.584	89.474.059	112.921.743

<b>Flujo de Caja</b>							
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	(9.157.089)	(6.112.305)	(6.083.334)	(268.197)	(4.569.056)	(9.176.159)	116.241
Variación del Capital de Trabajo	163.229	(3.587.789)	11.152.461	200.334	406.022	8.317.672	(1.344.840)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(8.993.861)	(9.700.093)	5.069.127	(67.863)	(4.163.034)	(858.487)	(1.228.599)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(5.831.343)	(1.328.431)	(14.008.003)	(7.520.640)	(2.717.234)	(7.442.245)	(3.034.111)
Dividendos	0	0	0	0	0	0	(2.333.539)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(14.825.203)	(11.028.525)	(8.938.875)	(7.588.503)	(6.880.268)	(8.300.732)	(6.596.249)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	(24.554)	0	220.297	42.205	107.175	0	0
Otras Inversiones, Neto	451.445	154.189	6.513.561	(3.709.735)	6.915.358	1.574.387	(6.102.341)
Variación Neta de Deuda	9.841.631	3.188.410	5.297.765	8.047.348	(493.195)	1.407.417	422.925
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(4.556.682)	(7.685.925)	3.092.748	(3.208.686)	(350.929)	(5.318.927)	(12.275.665)
<b>Estado de Resultados</b>							
Ventas Netas	22.683.913	9.951.866	38.986.094	48.582.430	35.057.310	32.197.908	62.705.467
Variación de Ventas (%)	(41,8)	(62,1)	(19,8)	38,6	8,9	(48,7)	(24,0)
EBIT Operativo	(13.566.407)	(7.165.317)	(9.436.371)	(1.914.482)	(5.746.728)	(6.755.866)	12.227.313
Intereses Financieros Brutos	2.404.174	1.453.248	1.778.392	1.780.551	1.231.466	307.962	521.788
Alquileres	0	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	(14.256.790)	(5.927.112)	(11.063.966)	(5.835.209)	(14.299.175)	(22.607.072)	2.362.355

(\*) Moneda Constante a abril 2024

## Anexo II. Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones
- EBITDAX: Resultado operativo antes de Amortizaciones, Depreciaciones y Gastos Exploratorios.
- 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
- FIX: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACION DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings)
- Core: Negocio Principal
- Land-based: Salas de casino presenciales
- Compliance: Departamento que monitorea el cumplimiento de normativa anti lavado y prevención del terrorismo.
- OPA: Una oferta pública de adquisición.
- JOL: Juego on line.
- Equity: Financiamiento con capital propio.
- MULC: Mercado Único y Libre de Cambios.

## Anexo III. Características de los Instrumentos

<b>Emisión Individual de Obligaciones Negociables por hasta USD 5 millones</b>	
Monto Autorizado:	Por hasta USD 5 millones
Monto Emisión:	USD 5 millones
Moneda de Emisión:	Dólares Estadounidenses
Moneda de Pago:	Dólares Estadounidenses
Fecha de Emisión:	07/09/2023
Fecha de Vencimiento:	07/03/2026
Amortización de Capital:	En forma íntegra en la Fecha de Vencimiento
Tasa de Intereses:	10%
Cronograma de Pago de Intereses:	Los Intereses serán pagados semestralmente, en forma vencida, el 7 de marzo de 2024, el 7 de septiembre de 2024, el 7 de marzo de 2025, el 7 de septiembre de 2025 y el 7 de marzo de 2026
Destino de los fondos:	De conformidad con lo previsto por el Artículo 36 de la Ley de Obligaciones Negociables, en particular, para cualquier de los siguientes destinos: (i) integración de capital de trabajo en la República Argentina; (ii) inversiones en activos físicos situados en la República Argentina; (iii) refinanciación de pasivos; (iv) adquisición de fondos de comercio situados en el país; (v) integración de aportes de capital en sociedades controladas o vinculadas a la Emisora, a la adquisición de participaciones sociales y/o financiamiento del giro comercial de su negocio; (vi) otro destino que cumpla con el artículo 36 inciso 2º de la Ley de Obligaciones Negociables
Opción de Rescate:	Rescate a opción de la emisora por cuestiones impositivas y rescate anticipado a opción de la compañía que podrá rescatar en cualquier momento la totalidad o una parte de las Obligaciones Negociables que se encuentren en circulación, al valor nominal con más los intereses devengados hasta la fecha de pago del valor de rescate. El valor de rescate se pagará en un plazo no mayor a treinta (30) días desde la publicación del aviso correspondiente. En todos los casos de rescate, se garantizará el trato igualitario entre todos los tenedores de las Obligaciones Negociables. El reembolso parcial será realizado a prorrata entre los tenedores de las Obligaciones Negociables.
Ley Aplicable:	Argentina

## Anexo IV. Dictamen de Calificación

FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) - Reg. CNV N°9

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings), en adelante FIX, realizado el **21 de agosto de 2024**, confirmó\* en **Categoría A-(arg)** a la calificación de Emisor de Largo Plazo de **Boldt S.A.** y de la Emisión Individual de Obligaciones Negociables por hasta USD 5 millones emitida por la compañía.

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

**Categoría A(arg):** "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 Argentina se agregará "(arg)".

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 de una calificación 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 Factores Cualitativos. Dentro de los Factores Cuantitativos se analizaron la Rentabilidad, el Flujo de Fondos, el Endeudamiento y Estructura de Capital, y el Fondo 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.

## Fuentes

La presente calificación se determinó en base a la siguiente información cuantitativa y cualitativa de carácter público (disponible en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)):

- Estados Contables Intermedios al 30/04/2024, disponibles en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)
- Estados Contables anuales Consolidados hasta el 31/10/2023, disponibles en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)
- Balance Especial de Escisión al 30/04/2023
- Prospecto de Emisión Individual y Aviso de Resultados de colocación de ON por hasta USD 5 millones disponibles en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)

Adicionalmente cuenta con la siguiente información privada provista por la compañía:

- Información de gestión provista por la compañía

Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (Afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX SCR S.A. o la calificadoras, ha recibido honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [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 S.A. Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA LIDER SE BASA EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

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 S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR S.A. lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR S.A. en el momento de realizar una calificación crediticia será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

La información contenida en este informe recibida del emisor se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos es únicamente responsable por la calificación. La calificación sólo incorpora los riesgos derivados del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos, como ser riesgos de precio o de mercado, se hará mención específica de los mismos. FIX SCR S.A. no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en el mismo pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre en calidad de "experto" en cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de títulos y valores de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de Estados Unidos y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y su distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.