

## Aval Federal SGR

### Informe de actualización

#### Calificaciones

##### Nacional

Calificación de Largo Plazo	A(arg)
Calificación de Corto Plazo	A1(arg)

#### Perspectiva

Calificación de Largo Plazo	Estable
-----------------------------	---------

#### Resumen Financiero

Millones	30.09.18	30.09.17
Activos USD	23,6	34,0
Activos (Pesos)	966,8	589,6
Patrimonio (Pesos)	897,1	564,7
Garantías Vigentes (Pesos)	1.916,7	1.187,7
Contragarantías (Pesos)	4.354,7	1.194,1
Fondo de Riesgo (Pesos)	799,6	528,1
Liquidez/RV	36,2%	43,3%
Apalancamiento real	389,0%	256,4%

TC de Referencia del BCRA: 30/09/2018: 40.8967 y 30/09/17: 17.3183

#### Criterios relacionados

[Metodología de Calificación de Sociedades y Fondos de Garantías registrada ante la Comisión Nacional de Valores.](#)

#### Analistas

##### Analista Principal

Renata Barlaro  
 Analista  
 (+5411) 5235 - 8134  
[renata.barlaro@fixscr.com](mailto:renata.barlaro@fixscr.com)

##### Analista Secundario

Gustavo Avila  
 Director  
 (+5411) 5235 - 8100  
[gustavo.avila@fixscr.com](mailto:gustavo.avila@fixscr.com)

##### Responsable del Sector

María Fernanda Lopez  
 (+5411) 5235 - 8100  
[mariafernanda.lopez@fixscr.com](mailto:mariafernanda.lopez@fixscr.com)

#### Perfil

Aval Federal SGR (AFEDE) es una Sociedad de Garantía Recíproca, creada en 2004. Opera en forma abierta y asiste a los sectores de comercio, agropecuario, industria y minería, servicios y construcción. AFEDE está inscrita en el BCRA como garantía preferida clase A y en la CNV como entidad de garantía. A oct'18 representaba el 3.7% del riesgo vivo del mercado (5<sup>to</sup> lugar).

#### Factores relevantes de la calificación

**Sinergia con Puente Hnos S.A.:** El principal accionista de AFEDE es a su vez es el accionista mayoritario de Puente Hnos S.A, entidad calificada por FIX (afiliada de Fitch Ratings) en A(arg) y A1(arg) con Rating Watch Negativo para endeudamiento de largo y corto plazo respectivamente. En 2017, AFEDE duplicó sus socios protectores, logrando una mayor atomización de los mismos. A sep'18, el primer socio protector representa el 14.8% y los primeros cinco el 50.1% del FR.

**Fuerte deterioro de la calidad de activos:** A sep'18, la irregularidad neta de provisiones alcanzaba el 19.0% del patrimonio y 11.4% sobre el riesgo vivo (13.6% a oct'18), aumentando significativamente frente a los períodos previos. Cinco clientes concentran el 32% del FR contingente a oct'18, de los cuales tres se encuentran cubiertos con contragarantías hipotecarias. A sep'18, las contragarantías reales alcanzaban el 55.7% del riesgo vivo y los principales diez deudores concentraban el 19.7% de las garantías vigentes. FIX monitoreará la evolución de la irregularidad de su cartera en un contexto de estrés de las principales variables macroeconómicas.

**Aumento del apalancamiento y aprobación de la ampliación del FR:** A sep'18, el riesgo vivo de la SGR creció 61.4% respecto de sep'17 e incrementó su apalancamiento hasta 3.89 veces. En ago'18, la SEPYME autorizó el aumento del FR hasta \$1.000 millones desde \$750 millones. Se espera que la integración del mismo disminuya el apalancamiento registrado y genere una mayor cobertura ante posibles impactos de mora dado el deterioro del contexto económico. La entidad estima finalizar el 2018 con un FR integrado de \$800 millones.

**Aceptable calidad de las inversiones y buena liquidez:** A sep'18 la cartera de inversiones estaba invertida en títulos provinciales (27%), obligaciones negociables (25%), títulos públicos soberanos (20%), Lebacs (18%), fondos comunes de inversión (8%) y acciones (2%), y presenta una calidad crediticia inferior al promedio de las SGR's. Cabe destacar que el 4.9% de su cartera de inversiones se encuentra alocado en Medanito S.A., calificado por FIX en CC(arg) a sep'18 y C(arg) a oct'18. Los activos con mayor liquidez representan el 40.2% de las garantías vigentes con vencimiento menor a 90 días, y presenta un descalce de monedas (las inversiones en moneda extranjera cubren el 70.2% de las garantías vigentes). Se espera que estos ratios mejoren en la medida en que disminuya el apalancamiento con la integración del FR autorizado.

**Buena diversificación por sector:** A sep'18 el riesgo vivo se encontraba adecuadamente diversificado entre los sectores industria y minería por un 29.3%, comercio por un 25.7%, servicios por un 17.2%, agropecuario por un 14.0% y construcción por un 13.9%.

#### Sensibilidad de la calificación

**Calidad de activos y/o apalancamiento operativo:** De continuar el marcado deterioro de su calidad de cartera y/o de mantener un elevado y persistente nivel de apalancamiento operativo, podrían presionar a la baja las calificaciones de la entidad.

**Mayor tamaño con atomización de cartera:** Un crecimiento sostenido, acompañado de una diversificación de su base de clientes, atomización de sus riesgos y robustos indicadores de solvencia, podrían impulsar a la suba la calificación de la SGR.

## Anexo I

### Aval Federal SGR

#### Estado Patrimonial

	sep-18		dic-17		sep-17		dic-16		dic-15	
	9 meses Miles \$	Como % de Activos	Anual Miles \$	Como % de Activos	9 meses Miles \$	Como % de Activos	Anual Miles \$	Como % de Activos	Anual Miles \$	Como % de Activos
<b>A. ACTIVO RENTABLES</b>										
1. Caja y Bancos	58.518	6,1%	17.876	2,8%	15.201	2,6%	4.613	0,8%	3.175	0,6%
2. Inversiones en Fondo de Riesgo	653.781	67,6%	507.162	79,5%	472.910	80,2%	499.687	88,6%	445.663	88,9%
<b>TOTAL A</b>	<b>712.299</b>	<b>73,7%</b>	<b>525.038</b>	<b>82,3%</b>	<b>488.112</b>	<b>82,8%</b>	<b>504.301</b>	<b>89,5%</b>	<b>448.838</b>	<b>89,5%</b>
<b>B. OTROS ACTIVOS RENTABLES</b>										
1. Créditos	316.369	32,7%	121.497	19,0%	107.695	18,3%	76.073	13,5%	61.442	12,3%
2. Inversiones	-18.234	-1,9%	27.300	4,3%	25.630	4,3%	5.295	0,9%	6.789	1,4%
3. (Previsiones)	48.591	5,0%	39.741	6,2%	35.856	6,1%	26.226	4,7%	18.018	3,6%
<b>TOTAL B</b>	<b>249.544</b>	<b>25,8%</b>	<b>109.056</b>	<b>17,1%</b>	<b>97.469</b>	<b>16,5%</b>	<b>55.143</b>	<b>9,8%</b>	<b>50.213</b>	<b>10,0%</b>
<b>TOTAL ACTIVOS RENTABLES (A+B)</b>	<b>961.843</b>	<b>99,5%</b>	<b>634.094</b>	<b>99,4%</b>	<b>585.581</b>	<b>99,3%</b>	<b>559.444</b>	<b>99,2%</b>	<b>499.050</b>	<b>99,5%</b>
<b>D. ACTIVOS FIJOS</b>	<b>4.928</b>	<b>0,5%</b>	<b>3.922</b>	<b>0,6%</b>	<b>4.019</b>	<b>0,7%</b>	<b>4.231</b>	<b>0,8%</b>	<b>2.378</b>	<b>0,5%</b>
<b>E. ACTIVOS NO RENTABLES</b>										
1. Caja	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
2. Otros	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
<b>F. TOTAL DE ACTIVOS</b>	<b>966.771</b>	<b>100,0%</b>	<b>638.016</b>	<b>100,0%</b>	<b>589.600</b>	<b>100,0%</b>	<b>563.675</b>	<b>100,0%</b>	<b>501.429</b>	<b>100,0%</b>
<b>G. DEPOSITOS Y FONDEO DE CORTO PLAZO</b>										
1. Deuda Financiera	2.073	0,2%	1.059	0,2%	3.568	0,6%	0	0,0%	0	0,0%
<b>TOTAL G</b>	<b>2.073</b>	<b>0,2%</b>	<b>1.059</b>	<b>0,2%</b>	<b>3.568</b>	<b>0,6%</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>
<b>H. OTRO FONDEO</b>										
1. Cuentas a Pagar	1.977	0,2%	18.162	2,8%	4.910	0,8%	1.586	0,3%	566	0,1%
2. Deudas Fiscales	18.074	1,9%	3.958	0,6%	2.116	0,4%	2.890	0,5%	3.764	0,8%
3. Otros	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
<b>I. OTROS (que no devengan interés)</b>	<b>47.585</b>	<b>4,9%</b>	<b>26.138</b>	<b>4,1%</b>	<b>13.009</b>	<b>2,2%</b>	<b>13.595</b>	<b>2,4%</b>	<b>11.666</b>	<b>2,3%</b>
<b>J. PREVISIONES PARA GARANTIAS OTORGADAS INCOBRABLES</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>
<b>K. OTRAS PREVISIONES</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>	<b>1.247</b>	<b>0,2%</b>	<b>5.421</b>	<b>1,0%</b>	<b>3.012</b>	<b>0,6%</b>
<b>L. PATRIMONIO</b>	<b>897.061</b>	<b>92,8%</b>	<b>588.700</b>	<b>92,3%</b>	<b>564.749</b>	<b>95,8%</b>	<b>540.183</b>	<b>95,8%</b>	<b>482.421</b>	<b>96,2%</b>
<b>M. TOTAL PASIVO &amp; PATRIMONIO</b>	<b>966.771</b>	<b>100,0%</b>	<b>638.016</b>	<b>100,0%</b>	<b>589.600</b>	<b>100,0%</b>	<b>563.675</b>	<b>100,0%</b>	<b>501.429</b>	<b>100,0%</b>
<b>CUENTAS DE ORDEN</b>										
Garantías Vigentes	1.916.684	198,3%	1.492.310	233,9%	1.187.690	201,4%	630.785	111,9%	512.153	102,1%
Contragarantías Recibidas	4.354.650	450,4%	1.469.756	230,4%	1.194.146	202,5%	637.241	113,1%	534.036	106,5%
<b>FONDO DE RIESGO</b>										
Fondo de Riesgo Disponible	492.679	51,0%	472.083	74,0%	463.199	78,6%	480.085	85,2%	419.014	83,6%
Fondo de Riesgo Contingente	136.566	14,1%	25.725	4,0%	29.279	5,0%	15.765	2,8%	5.491	1,1%
Rendimiento	170.397	23,5%	45.137	7,1%	35.573	8,0%	23.331	4,1%	31.517	6,3%

## Aval Federal SGR

### Estado de Resultados

	sep-18		dic-17		sep-17		dic-16		dic-15	
	9 meses	Como % de	Anual	Como % de	9 meses	Como % de	Anual	Como % de	Anual	Como % de
	Miles \$	Act. Rentables	Miles \$	Act. Rentables	Miles \$	ct. Rentable	Miles \$	Act. Rentables	Miles \$	ct. Rentable
<b>Resultado de las operaciones de la SGR</b>										
Comisión por certificados de garantías	124.813	17,3%	109.383	17,3%	66.027	15,0%	60.018	10,7%	48.488	9,7%
Gastos de administración	-61.641	-8,5%	-81.028	-12,8%	-48.579	-11,1%	-63.981	-11,4%	-30.824	-6,2%
Gastos en personal	-31.490	-4,4%	-53.342	-8,4%	-28.112	-6,4%	-41.163	-7,4%	-19.812	-4,0%
Incobrabilidad de créditos por garantías	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Resultados financieros y por tenencia	9.025	1,3%	1.360	0,2%	526	0,1%	3.363	0,6%	728	0,1%
Otros ingresos y egresos	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Impuesto a las ganancias	-14.032	-1,9%	0	0,0%	-2.251	-0,5%	-1.141	-0,2%	-2.428	-0,5%
<b>Resultado neto de la SGR</b>	<b>58.164</b>	<b>8,1%</b>	<b>29.715</b>	<b>4,7%</b>	<b>15.722</b>	<b>3,6%</b>	<b>-1.741</b>	<b>-0,3%</b>	<b>15.964</b>	<b>3,2%</b>
<b>Resultado del Fondo de Riesgo</b>										
Resultados financieros y por tenencia	349.987	48,5%	138.121	21,8%	92.766	21,1%	167.714	30,0%	76.215	15,3%
Incobrabilidad de créditos por garantías	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Otros ingresos y egresos netos	-8.192	-1,1%	-7.717	-1,2%	-8.287	-1,9%	-10.624	-1,9%	-3.146	-0,6%
<b>Resultado neto del FR</b>	<b>341.794</b>	<b>47,4%</b>	<b>130.403</b>	<b>20,6%</b>	<b>84.479</b>	<b>19,2%</b>	<b>157.090</b>	<b>28,1%</b>	<b>73.069</b>	<b>14,6%</b>
<b>Ganancia del periodo</b>	<b>399.958</b>	<b>55,4%</b>	<b>160.118</b>	<b>25,3%</b>	<b>100.201</b>	<b>22,8%</b>	<b>155.349</b>	<b>27,8%</b>	<b>89.033</b>	<b>17,8%</b>
Absorción por parte del Fondo de Riesgo	341.794	47,4%	130.403	20,6%	84.479	19,2%	157.090	28,1%	73.069	14,6%
<b>Resultado neto del periodo</b>	<b>58.164</b>	<b>8,1%</b>	<b>29.715</b>	<b>4,7%</b>	<b>15.722</b>	<b>3,6%</b>	<b>-1.741</b>	<b>-0,3%</b>	<b>15.964</b>	<b>3,2%</b>

## Aval Federal SGR

### Ratios

	sep-18	dic-17	sep-17	dic-16	dic-15
	9 meses	Anual	9 meses	Anual	Anual
<b>I. RENTABILIDAD</b>					
1. Resultado Neto / Patrimonio (prom.)	79,57%	29,04%	24,38%	31,97%	34,86%
2. Resultado Neto / Activos (prom.)	74,74%	27,77%	23,60%	30,96%	33,00%
3. Resultado SGR / Activo neto del FR	46,40%	31,26%	34,06%	-3,91%	35,16%
4. Gastos de Adm. / (Comisiones + Rdo. Financiero y por Tenencia)	12,74%	32,56%	30,49%	27,69%	24,57%
5. Comisiones / Gastos de Administración	202,48%	134,99%	135,92%	93,81%	157,31%
6. Comisiones / Riesgo Vivo	8,68%	7,33%	7,41%	9,51%	9,47%
7. Cargos por provisiones / Resultado de Ejercicio	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
8. Ganancias de inversiones / Activos Totales (prom.)	67,09%	24,19%	21,97%	34,10%	28,52%
9. Rendimiento del FR neto de provisiones / FR Prom.	119,52%	82,38%	84,58%	115,48%	62,59%
<b>II. CAPITALIZACION</b>					
1. Patrimonio Neto / Activos Totales	92,79%	92,27%	95,79%	95,83%	96,21%
2. Patrimonio / Garantías Netas de Provisiones	47,10%	39,51%	47,85%	86,20%	95,51%
3. Fondo de Riesgo / Activos Totales	82,71%	85,10%	89,56%	92,11%	90,94%
4. Garantías Emitidas Vigentes / Fondo de Riesgo (veces)	239,69%	274,86%	224,92%	121,50%	112,31%
5. Apalancamiento Real (*)	389,03%	316,11%	256,41%	131,39%	122,23%
6. Distribución de Rendimiento (12 meses) / Rendimiento (12 meses)	65,64%	91,39%	97,68%	83,11%	14,54%
7. Capitalización del Rendimiento (12 meses) / FR Prom.	42,31%	7,31%	2,01%	19,92%	56,15%
8. Aportes Netos de Retiros de 12 meses / FR Prom.	42,88%	10,27%	18,69%	101,37%	162,21%
<b>III. LIQUIDEZ</b>					
1. Activos líquidos / Riesgo Vivo	36,21%	37,01%	43,26%	80,79%	88,96%
2. Calce en moneda extranjera (Inversiones / Riesgo Vivo) (veces)	0,71	-	-	-	-
3. Liquidez inmediata (Inversiones 90ds / Riesgo Vivo 90ds) (veces)	0,24	0,46	0,71	0,79	0,55
<b>IV. CALIDAD DE ACTIVOS</b>					
1. Crecimiento de Garantías Otorgadas (**)	26,12%	160,59%	95,69%	17,44%	36,25%
2. Crecimiento de Riesgo Vivo (**)	106,26%	145,22%	109,73%	33,62%	70,94%
3. Garantías irregulares / Patrimonio + Provisiones	23,15%	13,20%	11,84%	8,47%	6,40%
4. Garantías irregulares / Riesgo Vivo	11,42%	5,56%	5,99%	7,60%	6,26%
5. Provisiones / Riesgo Vivo	2,54%	2,66%	3,02%	4,16%	3,52%
6. Garantías irregulares - Provisiones / Patrimonio	18,99%	7,34%	6,24%	4,02%	2,91%
7. Cargos por incobrabilidad / Resultado Neto del FR	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
8. Provisiones / Garantías irregulares	22,20%	47,91%	50,43%	54,68%	56,23%
9. Avaluos Recuperados (12 meses) / Avaluos Pagados (12 meses) (%)	34,09%	55,74%	63,78%	76,10%	89,33%
10. Mora Trimestral (%)	18,95%	1,95%	2,33%	-0,55%	-0,08%
11. Mora Histórica (%)	4,23%	1,46%	1,39%	1,29%	1,38%
12. Contragarantías / Garantías emitidas	227,20%	98,49%	100,54%	101,02%	104,27%
13. Contragarantías reales / Garantías Emitidas	55,65%	42,33%	51,14%	60,45%	61,01%

(\*) Apalancamiento Real = Garantías Emitidas / Fondo de Riesgo Disponible

(\*\*) Crecimiento trimestral interanual

## Anexo II Dictamen

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO “afiliada de Fitch Ratings” - Reg. CNV N° 9 reunido el 19 de diciembre de 2018, ha decidido **confirmar (\*)** las siguientes calificaciones de **Aval Federal SGR**:

-Calificación Nacional de Largo Plazo: **A(arg), Perspectiva Estable**

-Calificación Nacional de Corto Plazo: **A1(arg)**.

Las calificaciones de Aval Federal SGR se sustentan en la sinergia con Puente Hnos S.A., su buen desempeño, razonable calidad de activos y creciente apalancamiento.

**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.

Los signos “+” o “-” se añaden a una calificación para darle una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la Categoría a la cual se los añade.

**Categoría A1(arg):** Indica una muy sólida capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Cuando las características de la emisión o emisor son particularmente sólidas, se agrega un signo “+” a la categoría.

Nuestro análisis de la situación de la entidad se basa en el balance general al 31.12.2017 auditado por RSM AR S.R.L., en cuyo dictamen se concluye que los Estados Contables presentan razonablemente, en todos sus aspectos significativos, la situación patrimonial de la entidad a la fecha de análisis, así como el resultado del ejercicio, la evolución del patrimonio neto y del fondo de riesgo y la variación del estado de flujo de efectivo, de acuerdo con normas contables profesionales argentinas.

Adicionalmente se han considerado los Estados Contables al 30.09.2018, con revisión limitada por parte de RSM AR S.R.L., donde se establece que nada les llamó la atención que les hiciera pensar que los estados financieros intermedios no presentan en todos sus aspectos significativos, la situación financiera de la Sociedad a la fecha de análisis, el resultado de sus operaciones, la evolución del patrimonio neto, la variación del flujo de efectivo y en el fondo de riesgo, de acuerdo con normas contables profesionales argentinas.

El presente informe resumido es complementario al informe integral de fecha 18 de abril de 2018, disponible en [www.fixscr.com](http://www.fixscr.com) y contempla los principales cambios acontecidos en el período bajo análisis. Los siguientes capítulos no se incluyen en este informe por no haber sufrido cambios significativos desde el último informe integral: Estrategia de negocios y estructura organizacional, Tecnología y soporte comercial, Administración de activos, Inversiones y Posición Financiera.

\* Siempre que se confirma una calificación, la calificación anterior es igual a la del presente dictamen.

### Fuentes de información

La información suministrada para el análisis se considera adecuada y suficiente.

La presente calificación se determinó en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por el emisor de carácter privado y la siguiente información pública:

- Balance General auditado al 31.12.2017, disponible en [www.bolsar.com](http://www.bolsar.com).
- Estados contables trimestrales (último 30.09.2018), disponible en [www.bolsar.com](http://www.bolsar.com).

**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 calificadora– ha recibido los 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:

[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 S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA 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 S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO 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 la calificación.**

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos los 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 de 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 independientes 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. se basa en relación con una calificación será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR 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 afirmó 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 no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente como ser riesgo de precio o de mercado. FIX SCR S.A. no está comprometido 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, 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 sole discreción de FIX SCR S.A. FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones 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. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 1.000 y USD 200.000 (u otras monedas aplicables). 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 como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de cualquier jurisdicción, incluyendo, no de modo excluyente, las leyes del mercado de títulos y valores de Estados Unidos de América y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y 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.