

Aval Federal SGR

Informe Integral

Calificaciones

Nacional

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

Perspectiva

Calificación de Largo Plazo	Negativa
-----------------------------	----------

Resumen Financiero

Millones	31.12.18	31.12.17
Activos USD	22,3	34,2
Activos (Pesos)	842,4	638,0
Patrimonio (Pesos)	750,0	588,7
Garantías Vigentes (Pesos)	2.081,3	1.492,3
Contragarantías (Pesos)	4.799,2	1.469,8
Fondo de Riesgo (Pesos)	674,1	542,9
Liquidez/RV	24.3%	45.6%
Apalancamiento real (veces)	4,18	3,16

TC de Referencia del BCRA: 31/12/2018: 37.8083 y 29/12/2017: 18.6490

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

Analista Secundario
 Gustavo Avila
 Director
 (+5411) 5235 - 8100
gustavo.avila@fixscr.com

Responsable del Sector

María Fernanda Lopez
 (+5411) 5235 - 8100
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 ene'19 representaba el 3.9% del riesgo vivo del mercado (5^{to} lugar).

Factores relevantes de la calificación

Perspectiva Negativa: FIX revisa la Perspectiva de la Calificación de Largo Plazo a Negativa desde Estable, dado el fuerte incremento de la irregularidad, el mayor apalancamiento y el deterioro de la liquidez de la entidad. Cabe destacar que el principal accionista se comprometió a adquirir créditos en mora de la SGR por hasta \$80 mill., en el marco de la normativa vigente, a una baja tasa de descuento, lo que FIX considera fundamental para mejorar la liquidez y solvencia de la entidad y mantener las calificaciones vigentes. Asimismo, se consideraron las medidas tomadas por la entidad de ajustar sus políticas de riesgo crediticio a fin de controlar la irregularidad.

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 adelante FIX, en A(arg) y A1(arg) con Rating Watch Negativo para endeudamiento de largo y corto plazo respectivamente. A dic'18, Puente Hnos S.A. es el primer socio protector y representa el 14.5% del FR, mientras que los primeros cinco concentran el 53.1%.

Fuerte deterioro de la calidad de activos: A dic'18, la irregularidad neta de provisiones alcanzaba el 31.9% del PN y 16.0% sobre el RV (y de contabilizarse el monto de los créditos del RV que corresponden a deudores que ya presentan garantías caídas en el FR contingente sería de 26.0%), aumentando significativamente frente a los períodos previos. Cinco clientes concentran el 41% del FR contingente a dic'18, de los cuales tres se encuentran cubiertos con contragarantías hipotecarias. Las contragarantías reales alcanzaban el 53.8% del RV y los principales 10 deudores concentraban el 15.7% del RV. La compra de cartera contingente del principal accionista disminuiría el ratio de mora y la exposición del FR a créditos irregulares. FIX monitoreará la evolución de la irregularidad de su cartera.

Aumento del apalancamiento y aprobación de la ampliación del FR: El RV de AFEDE creció 39.5% frente a dic'17 e incrementó su apalancamiento a 4.2 veces (3.5 veces considerando el RV neto de cartera reafianzada). En ago'18, la SEPYME autorizó el aumento del FR a \$1.000 mill. desde \$750 mill.. Se espera que la integración del mismo disminuya el apalancamiento y genere una mayor cobertura ante posibles impactos de mora dado el deterioro del contexto económico. FIX considera un desafío la integración del FR aprobado, que la entidad estima completar para jun'19 (y pedir una nueva ampliación hasta \$1.500 mill.).

Aceptable calidad de las inversiones y ajustada liquidez: La calidad crediticia de las inversiones es inferior al promedio de las SGR's. Cabe destacar que el 5.5% de su cartera se encuentra alocada en Medanita S.A., calificada por FIX en C(arg). Los activos con mayor liquidez representan el 27.2% de las garantías vigentes con vencimiento menor a 90 días, y presenta un descalce de monedas (las inversiones en moneda extranjera cubren el 52.9% de las garantías vigentes). Se espera que estos ratios mejoren con la compra del contingente por parte del accionista, que se realizará con activos líquidos, y con la integración del FR autorizado que disminuiría el apalancamiento.

Sensibilidad de la calificación

Calidad de activos y apalancamiento: De no concretarse la integración del FR autorizado, que le permitiría a la entidad reducir significativamente los niveles de apalancamiento y disminuir la exposición del FR a créditos irregulares, y de no invertir estos nuevos aportes en activos que posean una elevada calidad crediticia y liquidez, podría derivar en una baja de las calificaciones de la entidad.

Perfil

Aval Federal SGR (AFEDE) es una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR) que opera bajo el régimen que establecen, principalmente las Leyes N° 24.467 y N° 25.300. El objeto principal de la entidad es el otorgamiento de garantías a sus socios partícipes para facilitarles el acceso al crédito mediante la celebración de contratos de garantías recíprocas.

De acuerdo a la normativa vigente, el capital social de las SGR no podrá contar con una participación mayor al 50% de sus socios protectores y que cada socio partícipe no podrá tener una participación mayor al 5%, a la vez que cada socio protector no puede superar el 40% del Fondo de Riesgo Autorizado.

El principal accionista de AFEDE es a su vez es el principal accionista 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. Además, se destaca que Puente Hnos Sociedad de Bolsa presenta una alta participación en la operatoria de cheques de pago diferido local. Cabe señalar que, en virtud de la nueva normativa según la cual cada socio protector no puede superar el 40% del FR autorizado, la participación de Puente Hnos S.A. sobre el mismo bajó considerablemente desde 40% en dic'16 hasta 14.5% en dic'18 (primer socio protector), contribuyendo a una mayor atomización de los socios protectores.

A ene'19 representaba aproximadamente el 3.9% del riesgo vivo total de las SGR y se ubica en la quinta posición. AFEDE está inscrita en el BCRA como garantía preferida clase A y en la CNV como entidad de garantía.

El Consejo de Administración de AFEDE tiene por función la administración y representación de la Sociedad. El mismo se compone por tres miembros titulares y tres suplentes, funciona con un quorum de dos de sus integrantes y tiene dentro de sus tareas, autorizar las admisiones de nuevos socios y fijar los montos y plazo máximo de las garantías a otorgar. El Consejo de Administración celebra reuniones ordinarias por lo menos una vez por mes, y extraordinarias cuando cualquiera de sus integrantes lo convoque.

Por su parte, la comisión fiscalizadora, debe verificar como mínimo cada tres meses, las inversiones, los contratos celebrados de garantía recíproca y el estado del capital social, las reservas y el Fondo de Riesgo. El quórum para funcionar válidamente, al igual que la mayoría necesaria para la toma de decisiones requiere la presencia de dos de cualquiera de sus miembros.

Finalmente, la comisión de vigilancia, formada por tres miembros, tiene entre sus tareas informarse sobre las inversiones de FR, verificar la proporcionalidad existente entre los aportantes que hayan solicitado el retiro total o parcial en el FR.

Aval Federal es una SGR abierta, es decir que no está vinculada a una cadena de valor o corporativo específico, orientada a brindar asesoramiento, facilitar el financiamiento de PyMES y potenciar el desarrollo de diferentes cadenas de valor. Durante el 2019, la entidad planea seguir creciendo, poniendo especial énfasis en el control de riesgos y en las contragarantías requeridas.

A dic'18 AFEDE poseía 393 socios partícipes con garantías vigentes, tenía exposición a sectores de comercio, agropecuario, industria y minería, servicios y construcción y se encontraba presente en 19 provincias y la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

Para el cumplimiento de sus objetivos, la entidad en los últimos años ha estado en un proceso de expansión de su cobertura geográfica mediante la ampliación de su fuerza de ventas y a través de alianzas estratégicas con productores.

Para 2019 AFEDE proyecta, de acuerdo a su presupuesto, duplicar su riesgo vivo hasta alcanzar aproximadamente \$4.300 millones, terminar de integrar los \$1.000 millones del FR autorizado,

pedir una nueva ampliación hasta \$1.500 millones, y completar la integración de esta última para dic'19. Para FIX, esto constituye un desafío dado el actual escenario de estrés, el menor incentivo impositivo para los socios protectores, la incertidumbre electoral y la elevada mora contingente que presenta la entidad, que desalientan la entrada de nuevos aportes y/o reimposiciones.

AFEDE cuenta con una fuerza de venta de propia de trece personas, y alrededor de 56 productores activos distribuidos en distintas provincias del país. La intención de la entidad es continuar expandiéndose territorialmente a través de acuerdos con productores con fuerte presencia en los puntos de mayor actividad del país.

En cuanto a los sistemas, AFEDE opera con el sistema Gallo que le permite una adecuada gestión tanto de la operatoria de avales como de la gestión de las inversiones del Fondo de Riesgo. Asimismo, desde el 2017 se realizaron avances en el plano tecnológico, como el desarrollo de una app para socios partícipes y protectores y de un modelo de precalificación scoring online en la web. Además, se implementó el sistema CRM Sugar, que incorpora todo el proceso siguiendo el workflow de cada contacto comercial inicial hasta que se incorpora como socio partícipe con una línea otorgada y es utilizado para las campañas de marketing y difusión. Se adoptó el Adobe Sign, que contiene el proceso de aprobaciones de los Comités de Crédito Medio (CCM) y de Directorio (CCD), permitiendo que los mismos sean virtuales con un track record de información y las aprobaciones necesarias de cada miembro. Por último, en 2019 se puso en marcha un nuevo sistema (SAR) que permite el control online del apetito de riesgo.

Administración de activos

AFEDE cuenta con un manual de políticas de riesgos, donde están documentados los procedimientos aplicables en materia de análisis de crédito, con el fin de proceder a la clasificación de los socios partícipes, en cumplimiento de las disposiciones de la Sepyme y el BCRA. Asimismo, se establecen los niveles que intervienen en el análisis y decisión del otorgamiento de las facilidades crediticias, según las atribuciones de cada uno de ellos. En el 2017, se incorporó un CRO, que en términos funcionales reporta al Directorio.

Existe un Comité de Crédito, del cual participa el Gerente de Riesgos, el Gerente de Administración y Finanzas y el Gerente General, que se reúne en forma diaria. Este comité posee la responsabilidad de verificar el cumplimiento del nivel de riesgo, en forma particular, y aprobar las operaciones con clientes cumpliendo con los límites de tolerancia al riesgo establecidos en la Política de Riesgos aprobada por el Directorio de la SGR.

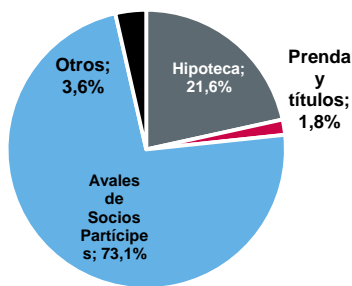
Los montos máximos a ser avalados surgen de la evaluación de la calificación del deudor, donde se asigna una probabilidad de default de acuerdo a un scoring interno que incluye ratios cuantitativos y cualitativos y el monto del aval. Asimismo, se considera la calidad de las contragarantías. El sector de riesgos cuenta con cuatro analistas.

Dentro de la información requerida a ser cargada para el scoring, se incluye el informe de Bureau de crédito (Nosis o similar) del socio o cliente a calificar y accionistas.

AFEDE cuenta con una gerencia de legales aunque la gestión judicial es realizada mediante acuerdos con distintos estudios especializados en cobranzas, los cuales van rotando y son asignadas de acuerdo al nivel de éxito en el recupero de las garantías caídas. En este sentido, a partir de fines de 2018 la SGR aumentó la cantidad de estudios jurídicos con los cuales trabaja. Se observa una adecuada alineación entre los intereses de los estudios judiciales externos y los objetivos de la SGR.

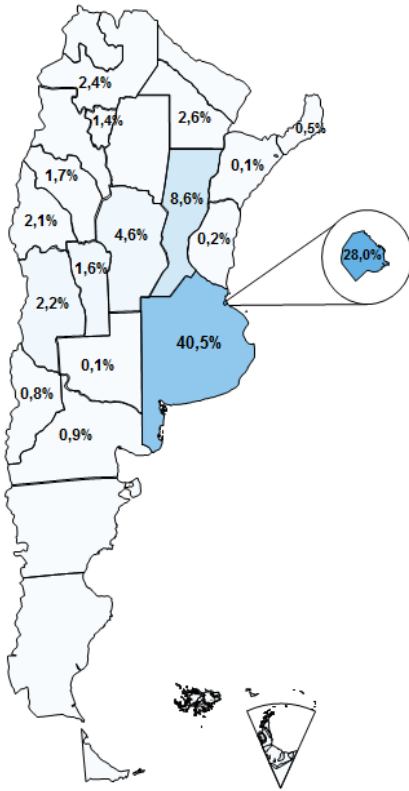
En tanto, la gestión de mora temprana es llevada a cabo por la Gerencia de Cobranzas.

Gráfico #1: Contragarantías



Fuente: Aval Federal SGR

Gráfico #3: RV por Provincia

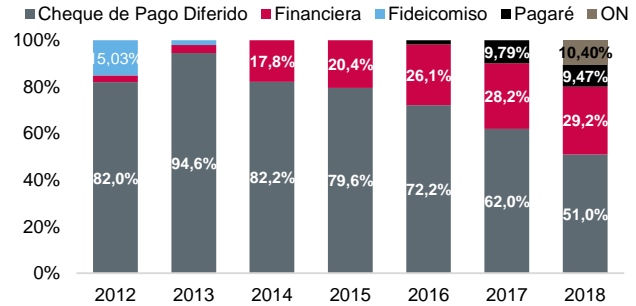


La política interna de AFEDE es solicitar contragarantías por al menos el 100% de las garantías otorgadas, mientras que el documento utilizado para su instrumentación depende del plazo, monto y calidad del deudor. Dada la situación macroeconómica y su impacto en la cartera de la entidad, la SGR decidió ajustar su política de riesgo crediticio, incrementando los perfiles de riesgo a los cuales solicita contragarantía real (y exigiendo en caso de contragarantía hipotecaria que la misma no se encuentre ligada a la actividad que desarrolla el socio partícipe), y cerrando la posibilidad de poner como contragarantía algunas que habían incorporado el año previo como cupones de tarjeta de crédito y cesiones de contratos.

Durante el 2018, AFEDE otorgó avales por \$2.797 millones, incrementando su riesgo vivo en un 75.2% respecto al año previo y totalizando los \$2.081 millones. La SGR estima finalizar el 2019 con un riesgo vivo superior a los \$4.000 millones (la generación de cartera se aceleraría a partir del segundo semestre).

A dic'18, un 50.9% de los avales corresponden a cheques de pago diferido, nivel considerado aun alto (similar al promedio del mercado), lo que hace de relativamente corto plazo la vida promedio de las garantías emitidas. La participación por producto del riesgo vivo se mantuvo relativamente estable respecto del año previo. Se destaca el crecimiento de las ON (10.4% a dic'18 vs. 0% a dic'17), en parte explicado por el hecho de que la mayor parte de estos avales están denominados en dólares, por lo que su participación se incrementó considerablemente con la devaluación del peso. Los pagarés bursátiles en dólares mantuvieron su participación en el RV (9.5% a dic'18 vs. 9.8% a dic'17), aunque en términos de cantidad de avales disminuyeron considerablemente.

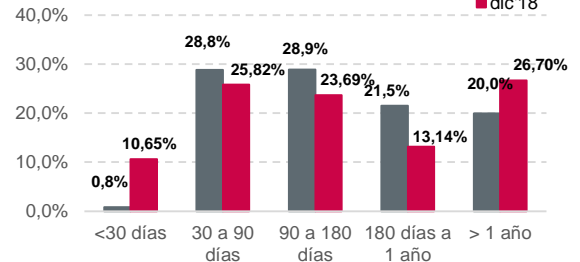
Gráfico #2: Riesgo Vivo por Producto



Fuente: Aval Federal SGR

Como se observa en el gráfico #4, el 73% del riesgo vivo tiene un vencimiento inferior al año, levemente por debajo a lo evidenciado el año previo.

Gráfico #4: Caída del Riesgo Vivo

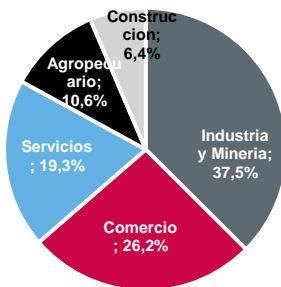


Fuente: Aval Federal SGR

El RV exhibe una buena diversificación por región geográfica y por sector económico. Respecto de la distribución por monto de los avales, los 10 mayores socios partícipes concentran el 15.7% del riesgo vivo, sobre un total de 393 socios partícipes.

La entidad registra un fuerte deterioro de la cartera frente al año previo. A dic'18, la irregularidad neta de provisiones alcanzaba el 31.9% del patrimonio y 16.0% sobre el riesgo vivo (7.3% y 5.6% a dic'17 respectivamente). Cabe destacar que cinco clientes concentran el 41% del FR contingente, de los cuales tres se encuentran cubiertos con contragarantías hipotecarias. El monto de los créditos del riesgo vivo que corresponden a deudores que ya presentan garantías caídas en el FR Contingente alcanza los \$207 millones (de los cuales las contragarantías reales cubren el 27.7%), y de contabilizarse como créditos irregulares aumentarían el ratio de Garantías Irregulares/RV hasta 26% y el de Garantías Irregulares netas de Provisiones/PN hasta 59.5%. La compra de

Gráfico #5: RV por Sector



Fuente: Aval Federal SGR

cartera contingente del principal accionista disminuiría el ratio de mora y la exposición del FR a la irregularidad.

A dic'18, las contragarantías reales alcanzaban el 53.8% del riesgo vivo. Por su parte, el Fondo de riesgo contingente representaba el 30.1% del FR y las contragarantías reales totalizaban un 53.8% del RV.

A fines de 2018, la entidad revisó su política de riesgo crediticio hacia una política de originación más selectiva y estricta de avales. En este sentido, se realizó una readecuación por actividad, tipo de riesgo, tipo de producto y una reducción de los límites por cliente. Así, la SGR restringió los perfiles de riesgo con los cuales trabaja (excluyendo a los peores perfiles), comenzó una migración de cheques propios a cheques de terceros a fin de aumentar la negociación de cheques de primera línea, y limitó las contragarantías tal como se mencionó previamente. Asimismo, a partir del tercer trimestre de 2018, la SGR comenzó a re-afianzar cartera con el FoGAR (Fondo de Garantías Argentino). A dic'18, la línea disponible con el FoGAR era de \$200 millones, mientras que en abr'19 era de \$500 millones. Así, a fines de marzo de 2019, la cartera re-afianzada con este organismo asciende a \$345.1 millones, lo que representa cerca del 15% de su RV. Con estas acciones, la entidad estima contener el aumento de la irregularidad de su cartera y, según lo informado por la misma, la mora se mantuvo estable en los primeros dos meses de 2019.

En el 2017, AFEDE comenzó a otorgar garantías en moneda extranjera. A fines de 2018, las garantías vigentes en dólares representaban el 28.7% del riesgo vivo (en su mayoría avales bancarios, pagarés bursátiles y obligaciones negociables). Esto genera un cierto descalce de monedas (las inversiones en moneda extranjera cubren el 52.9% de las garantías vigentes) dado el elevado apalancamiento con el que opera la entidad.

Inversiones

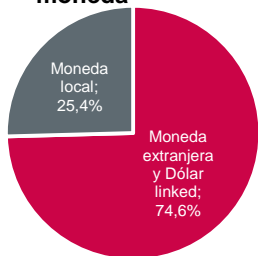
El FR representa el respaldo que ofrece AFEDE por las garantías emitidas. Su administración y políticas de inversiones se encuentran reguladas por el BCRA y el Ministerio de Producción a través de la Sub Secretaría de Financiamiento de la Producción.

La entidad cuenta con un comité de inversiones, que fija los lineamientos generales de inversión para el FR, donde participan el Presidente, el CEO y el CFO. De acuerdo a dichos lineamientos, un Portfolio Manager de Puente Hnos S.A., realiza las recomendaciones de inversión respecto de los instrumentos específicos. El comité se reúne en forma mensual para la revisión de los instrumentos y el rendimiento generado.

La posición de inversiones de la SGR, dentro de los límites establecidos por la normativa, busca preservar una buena combinación de liquidez y optimización del rendimiento para los aportantes al fondo. La cartera de inversiones registra una históricamente una mayoría de instrumentos en moneda extranjera con una participación de 74.6% de los activos en dólares al cierre de 2018.

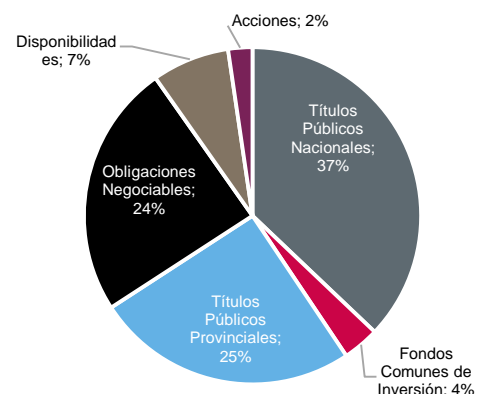
La calidad crediticia de la cartera de inversiones es inferior al promedio de las SGR's. Cabe destacar que el 5.5% de su cartera de inversiones se encuentra alocado en Medanito S.A.,

Gráfico #7: Inversiones por moneda



Fuente: Aval Federal SGR

Gráfico #6: Inversiones - Dic.'18



Fuente: Aval Federal SGR

calificado por FIX en C(arg) a dic'18. Sin considerar los activos por debajo de grado de inversión, la calidad crediticia promedio de la cartera a dic'18 es de A-(arg).

A fines de 2018, la cartera de inversiones estaba invertida en títulos públicos nacionales (37%), títulos provinciales (25%), ON's (24%), disponibilidades (7%), fondos comunes de inversión (4%), y acciones (2%).

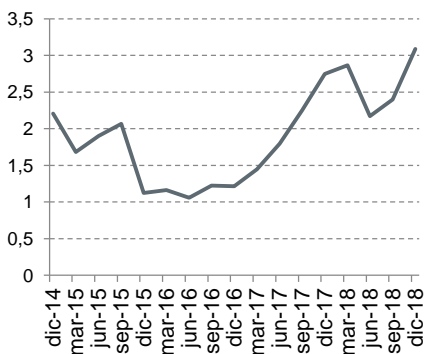
Dado el alto nivel de apalancamiento de la SGR y el afrontamiento de garantías caídas, la liquidez de la cartera se redujo. Los activos con mayor liquidez representaban un 27.2% del riesgo vivo con vencimiento menor a 90 días y presenta un descalce de monedas (las inversiones en moneda extranjera cubren el 52.9% de las garantías vigentes). Se espera que estos ratios mejoren en la medida en que disminuya el apalancamiento con la integración del FR autorizado. Cabe destacar que el principal accionista se comprometió a adquirir créditos en mora de la SGR por hasta \$80 mill., a una baja tasa de descuento, lo que FIX considera fundamental para mejorar la liquidez y solvencia de la entidad.

El rendimiento anual del Fondo de Riesgo es bueno y consistente en los últimos años. El FR obtuvo rendimientos anuales del 34.9% en 2015, de 32.9% en 2016, de 29.6% en 2017 y de 63.2% en 2018, dada la alta exposición del Fondo a instrumentos denominados en dólares. En el acumulado, dichos rendimientos evidencian una adecuada protección contra los niveles de inflación registrados en el mismo período.

Cabe destacar que la distribución del rendimiento del FR fue superior a los rendimientos acumulados y los rendimientos generados durante 2018, debido a que la SGR realiza distribuciones trimestrales del rendimiento del FR. Luego de rendimientos positivos hasta sep'18, en oct'18 el FR registró rendimientos negativos que no llegaron a ser compensados a dic'18. Según lo manifestado por la entidad, a mar'19 el rendimiento del FR ya había compensado esta caída.

FIX estima que el FR continúe registrando un buen rendimiento en el mediano plazo, y que la liquidez de la cartera mejore en la medida que se integre el FR autorizado. La entidad se comprometió a que el producto de los nuevos aportes sea invertido en instrumentos líquidos de elevada calidad crediticia.

Gráfico #8: Avales Vigentes / FR (veces)



Desempeño Financiero

El desempeño de la SGR es bueno. Durante el 2018, el resultado de AFEDE (sin considerar el FR) alcanzó los \$38.565 miles, lo cual constituye un aumento de 29.8% respecto al año previo (por debajo de la inflación del período). El incremento está fundamentalmente explicado por el incremento de las comisiones que fue parcialmente compensado por el aumento de los gastos de administración.

Las comisiones cubrían el 135.3% de los gastos de administración, en línea con el año previo (135.0%), y alcanzaban el 7.9% del riesgo vivo. De las mismas, el 55.6% correspondía a comisiones a socios protectores y partícipes, 42.8% a comisiones por avales y las restantes a comisiones por cheques de pago diferido rechazados y por rescate de cheques de pago diferido.

Por su parte, de acuerdo a lo establecido en balance, el rendimiento neto del Fondo de Riesgo y su retribución al mismo alcanzó en 2018 los \$308.0 millones, muy por encima de los \$130.4 millones registrados a dic'17.

Solvencia

El incremento del FR puede provenir de: el aporte de los socios protectores en la medida que el regulador lo autorice, los rendimientos de la Inversión del propio Fondo de Riesgo, el recupero de

las garantías abonadas y las asignaciones de los resultados de la sociedad. Mientras que el FR puede verse disminuido por el afrontamiento de las garantías caídas o bien por el retiro de aportes del socio protector cuando se cumple el plazo mínimo de dos años exigido por la regulación para permanecer en la SGR.

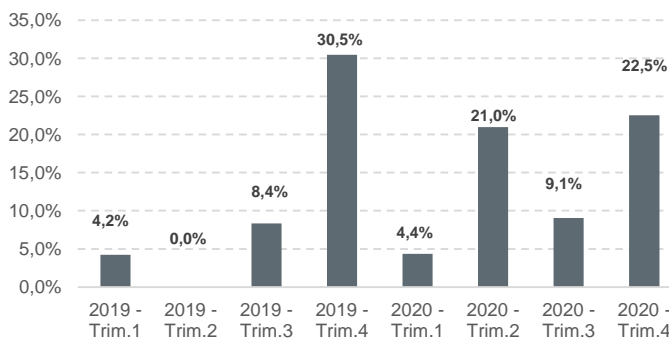
En agosto de 2018, la Sepyme autorizó el aumento del FR de la SGR a \$1.000 millones. A diciembre de 2018, los aportes vigentes al FR totalizan \$738 millones, y la sociedad estima completar la integración de los \$1.000 millones para junio del corriente año, conseguir la autorización para un nuevo incremento hasta los \$1.500 millones e integrarlo para dic'19.

Desde 2017, AFEDE comenzó a diversificar el FR por aportante. En particular, Puente Hnos bajó su participación hasta 14.5% en dic'18 (13.4% en dic'17 y 40% en dic'16). Así, los primeros cinco socios protectores concentran 53.1% de los aportes. La mayor parte de los aportes vigentes (30.5%) vence en el cuarto trimestre de 2019. La entidad abrió la posibilidad de que personas físicas sean socios protectores.

De acuerdo a la normativa vigente, el FR puede aumentarse cuando el grado de utilización del mismo alcance un promedio del 180% durante el último año calendario a la solicitud de ampliación (hasta el 30/06/2019 y de 200% posterior a esa fecha), o cuando el grado de utilización durante el último semestre calendario a la solicitud de ampliación alcance un promedio del 220% (hasta el 30/06/2019 y de 240% posterior a esa fecha), o cuando el grado de utilización del mismo alcance en el último trimestre calendario a la solicitud de ampliación un promedio del 240% (hasta el 30/06/2019 y de 260% posterior a esa fecha). Además, los socios protectores podrán efectuar reimposiciones o nuevos aportes si su participación en el fondo de riesgo no supera el 40%.

Durante el 2018 el apalancamiento de AFEDE se mantuvo elevado, al igual que a fines de 2017, alcanzando un ratio de 3.1 veces a dic'18, y un apalancamiento real (Garantías emitidas / FR Disponible) de 4.2 veces. Estos niveles de apalancamiento le permitieron conseguir la aprobación del FR, e irá disminuyendo a medida que se vaya integrando el mismo, aunque manteniéndose dentro de los límites normativos.

Gráfico #9: Vencimiento del Fondo de Riesgo



Fuente: Aval Federal SGR

Anexo I

Aval Federal SGR

Estado Patrimonial

	dic-18		dic-17		dic-16		dic-15	
	Anual Miles \$	Como % de Activos	Anual Miles \$	Como % de Activos	Anual Miles \$	Como % de Activos	Anual Miles \$	Como % de Activos
A. ACTIVO RENTABLES								
1. Caja y Bancos	47.318	5,6%	17.876	2,8%	4.613	0,8%	3.175	0,6%
2. Inversiones en Fondo de Riesgo	429.397	51,0%	507.162	79,5%	499.687	88,6%	445.663	88,9%
TOTAL A	476.716	56,6%	525.038	82,3%	504.301	89,5%	448.838	89,5%
B. OTROS ACTIVOS RENTABLES								
1. Créditos	416.381	49,4%	121.497	19,0%	76.073	13,5%	61.442	12,3%
2. Inversiones	38.306	4,5%	27.300	4,3%	5.295	0,9%	6.789	1,4%
3. (Previsiones)	94.115	11,2%	39.741	6,2%	26.226	4,7%	18.018	3,6%
TOTAL B	360.572	42,8%	109.056	17,1%	55.143	9,8%	50.213	10,0%
TOTAL ACTIVOS RENTABLES (A+B)	837.287	99,4%	634.094	99,4%	559.444	99,2%	499.050	99,5%
D. ACTIVOS FIJOS	5.110	0,6%	3.922	0,6%	4.231	0,8%	2.378	0,5%
E. ACTIVOS NO RENTABLES								
1. Caja	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%
F. TOTAL DE ACTIVOS	842.398	100,0%	638.016	100,0%	563.675	100,0%	501.429	100,0%
G. DEPOSITOS Y FONDEO DE CORTO PLAZO								
1. Deuda Financiera	0	0,0%	1.059	0,2%	0	0,0%	0	0,0%
TOTAL G	0	0,0%	1.059	0,2%	0	0,0%	0	0,0%
H. OTRO FONDEO								
1. Cuentas a Pagar	16.805	2,0%	18.162	2,8%	1.586	0,3%	566	0,1%
2. Deudas Fiscales	10.255	1,2%	3.958	0,6%	2.890	0,5%	3.764	0,8%
3. Otros	64.147	7,6%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
I. OTROS (que no devengan interés)	1.202	0,1%	26.138	4,1%	13.595	2,4%	11.666	2,3%
J. PREVISIONES PARA GARANTIAS OTORGADAS INCOBRABLES	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
K. OTRAS PREVISIONES	0	0,0%	0	0,0%	5.421	1,0%	3.012	0,6%
L. PATRIMONIO	749.988	89,0%	588.700	92,3%	540.183	95,8%	482.421	96,2%
M. TOTAL PASIVO & PATRIMONIO	842.398	100,0%	638.016	100,0%	563.675	100,0%	501.429	100,0%
CUENTAS DE ORDEN								
Garantías Vigentes	2.081.346	247,1%	1.492.310	233,9%	630.785	111,9%	512.153	102,1%
Contragarantías Recibidas	4.799.176	569,7%	1.469.756	230,4%	637.241	113,1%	534.036	106,5%
FONDO DE RIESGO								
Fondo de Riesgo Disponible	497.680	59,1%	472.083	74,0%	480.085	85,2%	419.014	83,6%
Fondo de Riesgo Contingente	202.569	24,0%	25.725	4,0%	15.765	2,8%	5.491	1,1%
Rendimiento	-26.144	-3,1%	45.137	7,1%	23.331	4,1%	31.517	6,3%

Aval Federal SGR

Estado de Resultados

	dic-18		dic-17		dic-16		dic-15	
	Anual Miles \$	Como % de Act. Rentables	Anual Miles \$	Como % de Act. Rentables	Anual Miles \$	Como % de ct. Rentable	Anual Miles \$	Como % de Act. Rentables
Resultado de las operaciones de la SGR								
Comisión por certificados de garantías	164.675	19,7%	109.383	17,3%	60.018	10,7%	48.488	9,7%
Gastos de administración	-121.701	-14,5%	-81.028	-12,8%	-63.981	-11,4%	-30.824	-6,2%
Gastos en personal	-62.097	-7,4%	-53.342	-8,4%	-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%
Resultados financieros y por tenencia	10.480	1,3%	1.360	0,2%	3.363	0,6%	728	0,1%
Otros ingresos y egresos	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Impuesto a las ganancias	-14.888	-1,8%	0	0,0%	-1.141	-0,2%	-2.428	-0,5%
Resultado neto de la SGR	38.565	4,6%	29.715	4,7%	-1.741	-0,3%	15.964	3,2%
Resultado del Fondo de Riesgo								
Resultados financieros y por tenencia	322.396	38,5%	138.121	21,8%	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%
Otros ingresos y egresos netos	-14.385	-1,7%	-7.717	-1,2%	-10.624	-1,9%	-3.146	-0,6%
Resultado neto del FR	308.011	36,8%	130.403	20,6%	157.090	28,1%	73.069	14,6%
Ganancia del periodo	346.576	41,4%	160.118	25,3%	155.349	27,8%	89.033	17,8%
Absorción por parte del Fondo de Riesgo	308.011	36,8%	130.403	20,6%	157.090	28,1%	73.069	14,6%
Resultado neto del periodo	38.565	4,6%	29.715	4,7%	-1.741	-0,3%	15.964	3,2%

Aval Federal SGR

Ratios

	dic-18	dic-17	dic-16	dic-15
	Anual	Anual	Anual	Anual
I. RENTABILIDAD				
1. Resultado Neto / Patrimonio (prom.)	49,22%	29,04%	31,97%	34,86%
2. Resultado Neto / Activos (prom.)	45,61%	27,77%	30,96%	33,00%
3. Resultado SGR / Activo neto del FR	22,92%	31,26%	-3,91%	35,16%
4. Gastos de Adm. / (Comisiones + Rdo. Financiero y por Tenencia)	24,46%	32,56%	27,69%	24,57%
5. Comisiones / Gastos de Administración	135,31%	134,99%	93,81%	157,31%
6. Comisiones / Riesgo Vivo	7,91%	7,33%	9,51%	9,47%
7. Cargos por provisiones / Resultado de Ejercicio	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
8. Ganancias de inversiones / Activos Totales (prom.)	43,81%	24,19%	34,10%	28,52%
9. Rendimiento del FR neto de provisiones / FR Prom.	144,35%	82,38%	115,48%	62,59%
II. CAPITALIZACION				
1. Patrimonio Neto / Activos Totales	89,03%	92,27%	95,83%	96,21%
2. Patrimonio / Garantías Netas de Provisiones	36,72%	39,51%	86,20%	95,51%
3. Fondo de Riesgo / Activos Totales	80,02%	85,10%	92,11%	90,94%
4. Garantías Emitidas Vigentes / Fondo de Riesgo (veces)	308,76%	274,86%	121,50%	112,31%
5. Apalancamiento Real (*)	418,21%	316,11%	131,39%	122,23%
6. Distribución de Rendimiento (12 meses) / Rendimiento (12 meses)	81,99%	91,39%	83,11%	14,54%
7. Capitalización del Rendimiento (12 meses) / FR Prom.	27,56%	7,31%	19,92%	56,15%
8. Aportes Netos de Retiros de 12 meses / FR Prom.	78,41%	10,27%	101,37%	162,21%
III. LIQUIDEZ				
1. Activos líquidos / Riesgo Vivo	24,74%	37,01%	80,79%	88,96%
2. Calce en moneda extranjera (Inversiones / Riesgo Vivo) (veces)	0,53	-	-	-
3. Liquidez inmediata (Inversiones 90ds / Riesgo Vivo 90ds) (veces)	0,24	0,46	0,79	0,55
IV. CALIDAD DE ACTIVOS				
1. Crecimiento de Garantías Otorgadas (**)	58,73%	160,59%	17,44%	36,25%
2. Crecimiento de Riesgo Vivo (**)	75,24%	145,22%	33,62%	70,94%
3. Garantías irregulares / Patrimonio + Provisiones	39,52%	13,20%	8,47%	6,40%
4. Garantías irregulares / Riesgo Vivo	16,03%	5,56%	7,60%	6,26%
5. Provisiones / Riesgo Vivo	4,52%	2,66%	4,16%	3,52%
6. Garantías irregulares - Provisiones / Patrimonio	31,92%	7,34%	4,02%	2,91%
7. Cargos por incobrabilidad / Resultado Neto del FR	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
8. Provisiones / Garantías irregulares	28,22%	47,91%	54,68%	56,23%
9. Avales Recuperados (12 meses) / Avales Pagadas (12 meses) (%)	32,03%	55,74%	76,10%	89,33%
10. Mora Trimestral (%)	25,99%	1,95%	-0,55%	-0,08%
11. Mora Histórica (%)	7,03%	1,46%	1,29%	1,38%
12. Contragarantías / Garantías emitidas	230,58%	98,49%	101,02%	104,27%
13. Contragarantías reales / Garantías Emitidas	53,79%	42,33%	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 17 de abril de 2019, ha decidido **confirmar (*)** las siguientes calificaciones de **Aval Federal SGR** y revisar a Negativa desde Estable la Perspectiva para la Calificación de Largo Plazo:

-Calificación Nacional de Largo Plazo: A(arg) Perspectiva Negativa desde A(arg) Perspectiva Estable.

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

Las calificaciones de Aval Federal SGR se sustentan en su adecuada franquicia, la sinergia con Puente Hnos S.A., y su elevado apalancamiento. La revisión de la Perspectiva de la Calificación de Largo Plazo a Negativa desde Estable considera el fuerte incremento de la irregularidad, el mayor apalancamiento y el deterioro de la liquidez de la entidad. Cabe destacar que el principal accionista se comprometió a adquirir créditos en mora de la SGR por hasta \$80 mill., a una baja tasa de descuento, lo que FIX considera fundamental para mejorar la liquidez y solvencia de la entidad y mantener las calificaciones vigentes. Asimismo, se consideraron las medidas tomadas por la entidad de ajustar sus políticas de riesgo crediticio a fin de controlar la irregularidad.

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 31.12.2018 auditado por RSM AR S.R.L., en cuyo dictamen se concluye que los Estados Contables han sido preparados, en todos sus aspectos significativos, de conformidad con las disposiciones sobre información contable requeridas por la Res. N°455 (y sus modificatorias) de la Sepyme.

* 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 31.12.2018, disponible en www.bolsar.com.
- Estados contables trimestrales (último 30.09.2018), disponible en 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 sola 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.