

Aval Federal SGR

Informe Integral

Calificaciones

Nacional

Calificación de Largo Plazo	BBB(arg)
Calificación de Corto Plazo	A3(arg)

Perspectiva

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

Resumen Financiero

Millones	31.12.19*	31.12.18
Activos USD	17,86	22,28
Activos (Pesos)	1069,7	842,4
Patrimonio (Pesos)	838,3	774,0
Garantías Vigentes (Pesos)	1.606,3	2.079,9
Contragarantías (Pesos)	1.606,34	2.079,89
Fondo de Riesgo (Pesos)	766,6	738,9
Liquidez/RV	47,5%	24,7%
Apalancamiento real (veces)**	265,6%	418,2%

TC de Referencia del BCRA: 31/12/19: 59,90 y 31/12/2018: 37,81

*Estados contables sin auditar.

**RV/FR Disponible sin reafianzamiento.

Criterios relacionados

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

Informes relacionados

[FIX \(afiliada de Fitch\) revisa a Negativa la perspectiva del Sistema Financiero y el sector de Seguros](#)

[Impacto del COVID-19 en el Mercado Financiero](#)

Analistas

Analista principal

Gustavo Avila
Director
(+5411) 5235 – 8142
gustavo.avila@fixscr.com

Analista secundario

Celeste Asenjo Caraffini
Analista
(+5411) 5235 – 8100
mariaceleste.asenjo@fixscr.com

Responsable del sector

María Fernanda Lopez
Senior Director
(+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 inscripta en el BCRA como garantía preferida clase A y en la CNV como entidad de garantía. A dic'19 representaba el 2,2% del riesgo vivo del mercado (décimo lugar).

Factores Relevantes de la Calificación

Baja de calificación: FIX (afiliada de Fitch Ratings) -en adelante "FIX"- decidió bajar la calificación de Endeudamiento de Largo Plazo de AFEDE a BBB(arg) con Perspectiva Negativa desde A-(arg) Perspectiva Negativa, y de Corto Plazo a A3(arg) desde A2(arg). La baja de las calificaciones se fundamenta en el deterioro de la capacidad de pago que presentan las empresas que asiste la SGR producto del hostil escenario actual, lo que atenta contra sus niveles de solvencia y liquidez futuros. Los desequilibrios generados por la emergencia sanitaria erosionaron, con mayor rapidez y escala, el desempeño de las Pymes y su sustentabilidad financiera en el largo plazo lo que indefectiblemente impacta sobre el flujo de fondos de las SGR bajo un contexto que obstaculiza la captación de nuevos aportes. En particular, se consideraron el deterioro de la calidad crediticia de sus inversiones (con un 28,5% de activos debajo de grado de inversión a dic'19), la alta morosidad que presenta su cartera de avales, que FIX considera se estresará aún más en los próximos meses producto del actual escenario y la concentración de vencimientos de aportes por un 48,4% de su Fondo de Riesgo (FR) en 2020, que la Calificadora prevé que en la actual coyuntura presentan un elevado riesgo de renovación.

Deterioro de la calidad de activos: A dic'19, el FR contingente neto de provisiones representaba el 20,0% del FR y 10,4% del RV. En los últimos meses, la entidad ajustó sus políticas de originación, lo que sumado a la recompra de créditos del contingente (en jun'19, su principal accionista realizó la compra de cartera en mora por un total de \$64,9 millones) y ciertos recuperos de cartera estabilizaron la mora de la compañía (luego de un fuerte incremento) aunque aún se ubica en niveles elevados (contingente neto de provisiones + cartera irregular a vencer: 32,8% del RV neto) y por encima de su grupo de comparables.

Buena liquidez, deterioro en la calidad de las inversiones: A dic'19 los activos con elevada liquidez (títulos públicos soberanos extranjeros, FCI y disponibilidades), representaban el 401,0% de las garantías vigentes con vencimiento menor a 90 días. Las inversiones del FR correspondían principalmente a obligaciones negociables por un 29,0%, títulos públicos provinciales por un 19,6%, fondos comunes de inversión por un 14,1%, títulos públicos soberanos por un 13,3%, Treasury Bills por un 11,3%, disponibilidades por un 8,3% y acciones por un 4,3%. En tanto, las inversiones en moneda extranjera (sin considerar activos de riesgo) cubren el 47,2% de las garantías vigentes emitidas en esa moneda. La cartera de inversiones presenta un elevado porcentaje (28,5%) de instrumentos calificados debajo de grado de inversión (Celulosa y Medanita).

Disminución del apalancamiento: A dic'19, el indicador de solvencia ascendía a 244,3%. El mismo muestra una mejora con respecto a may'19 (cuando excedió el límite normativo de 400%), luego de que la compañía implementara cambios en sus políticas de riesgo, originación de avales, gestión de recuperos y la recompra de créditos del contingente. A la fecha del presente informe, el FR asciende a \$768,8 millones. La compañía, al igual que el resto del segmento en el que opera, presenta el desafío de renovar aportes y conseguir nuevos socios protectores (concentra vencimientos de aportes en lo que resta del 2020 por \$353,2 millones).

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 en A(arg) y A1(arg) con Perspectiva Negativa para endeudamiento de largo y corto plazo respectivamente. A dic'19, Puente Hnos S.A. es el tercer socio

protector y representa el 12,8% del FR. La entidad cuenta con 54 socios protectores de diversos sectores de la economía.

Sensibilidad de la Calificación

Entorno operativo: La mayor dificultad de renovar o conseguir nuevos aportes para el FR que derive en un incremento del apalancamiento y el aumento de la mora, que comprometa significativamente la liquidez debido a la profundidad del deterioro del entorno operativo, podrían afectar de manera negativa las calificaciones de las SGR. Por otro lado, una recuperación económica que mejore la situación crediticia del segmento en el que operan y un menor apalancamiento podría derivar en una revisión de la perspectiva a Estable.

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) con Perspectiva Negativa y A1(arg) 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 12,8% en dic'19 (tercer socio protector), contribuyendo a una mayor atomización de los socios protectores. A dic'19 representaba aproximadamente el 2,3% del riesgo vivo total de las SGR y se ubica en la décima posición. AFEDE está inscripta 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.

A dic'19 AFEDE poseía 199 socios partícipes con garantías vigentes (-49,4% vs dic'18), tenía exposición a sectores de comercio (33,6%), industria y minería (23,0%), servicios (17,2%), agropecuario (16,2%) y construcción (10,0%) y se encontraba presente en 16 provincias y en 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.

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. En 2018 se puso en marcha un nuevo sistema (SAR) que permite el control online del apetito de riesgo.

Entorno Operativo

Dado el deterioro del contexto macroeconómico que se acentuó a fines de 2018 y se desarrolló con mayor fuerza durante 2019, la Secretaría de Emprendedores y Pymes a través de la Res. 383/2019 permitió el incremento, de forma excepcional hasta el 31/03/20, del índice de solvencia alcanzando hasta un máximo de 5 veces el FR Disponible producto de la mayor presión generada por la devaluación del tipo de cambio sobre el apalancamiento de las SGRs, a la vez que se flexibilizaron los ponderadores aplicables a las garantías otorgadas a fin de descomprimir los niveles de apalancamiento evidenciados dentro del sistema, sobre todo en aquellas SGRs con un RV altamente expuesto al riesgo de mercado.

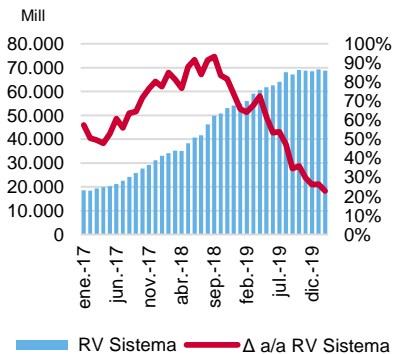
Bajo el difícil panorama post PASO, el marco regulatorio del sistema de SGR debió readecuarse nuevamente al contexto amortiguando el impacto negativo sobre las SGR operativas dentro del mercado, brindando una mayor protección a las pymes. Tal es así que el ente de contralor a través de la Res.440/2019 flexibilizó los límites operativos que deben cumplimentar las sociedades de garantía contemplando la volatilidad cambiaria que provocó numerosos y sostenidos incumplimientos de las SGRs, sin poder lograr correcciones sobre los mismos en el corto plazo limitando la operatividad de algunas de ellas. Finalmente, con fecha 25/10/19 el ente de contralor mediante la Res. 464/2019 estableció la obligatoriedad de asistir un total de 100 MiPymes por año calendario y por cada SGR, a aplicarse a partir del 01/01/20.

En relación a la presentación de los estados contables en moneda homogénea, mediante la Res. 383/2019 se expresó que la presentación de EECC en moneda homogénea deberá realizarse para aquellos ejercicios económicos que se inicien a partir del 1 de enero de 2020.

Se espera que el ente de contralor se expida en las próximas semanas a fin de readecuar el marco normativo a los recientes acontecimientos, considerando que algunos de los plazos reglamentarios establecidos en las últimas resoluciones han caducado.

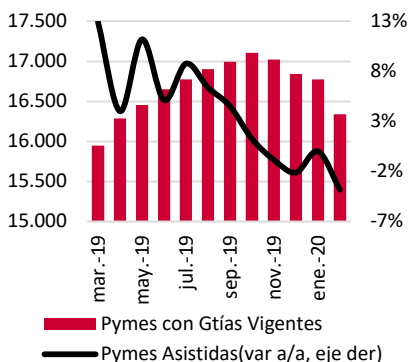
Durante 2019, el sistema de garantías continuó su curso de crecimiento aunque expuesto a mayores niveles de riesgo. A dic'19 el FR autorizado por el ente de contralor se incrementó 64,0% i.a. que si bien contiene el impacto inflacionario, refleja las mayores necesidades de financiamiento de las Pymes y el cambio en el marco normativo sobre el FR autorizado para las nuevas SGRs. El FR Integrado creció a un menor ritmo (34,2% i.a.) producto de la dificultad que enfrenta el sistema de garantías en su conjunto para captar aportes, en un contexto donde el trade-off entre la inversión en una SGR por el plazo de 2 años a fin de acceder a los beneficios impositivos (y las utilidades reportadas por las inversiones del FR -neto del Contingente-) en contraposición con otras oportunidades de inversión, estuvo altamente influenciado por un contexto de creciente presión

Gráfico #2: Evolución de RV del sistema



Fuente: Ministerio de Producción

Gráfico #3: Pymes Asistidas



Fuente: Ministerio de Producción

inflacionaria sumado a los mayores quebrantos que presentaron las compañías en el último año demostrando crecientes necesidades de liquidez.

Actualmente, se encuentran autorizadas para funcionar un total de 45 SGRs y 4 Fondos de Afectación Específica (vs. 34 SGRs y 4 FAE a dic'18), aunque se registra una desaceleración en el ritmo de crecimiento del RV el que alcanzó un 26,3% i.a. (vs 73,6% i.a. a dic'18), avalando a un total de 16.841 Pymes. El sistema aún presenta una baja penetración y el 52,1% de su operatoria se encuentra concentrada en 2 SGRs. La contracción de la actividad crediticia y el acelerado incremento de la tasa de referencia, conllevaron a que el sistema volviera a centrar sus asistencias en productos de corto plazo, fundamentalmente CPD, junto con una desmejora significativa en los perfiles crediticios de las carteras.

Para 2020, se espera un contexto aún más adverso que el registrado en 2019, en un segmento ya castigado con el deterioro de su desempeño a causa del incremento de la mora, elevados niveles de apalancamiento, alta participación -en algunos casos- de títulos soberanos en sus carteras, así como la pérdida de valor de mercado de sus inversiones y el desafío de renovar o conseguir nuevos aportes para sus Fondos de Riesgo (FR). Con lo cual, el impacto que tendrá el contexto actual sobre las pequeñas y medianas empresas y la interrupción de las cadenas de pago provocará mayores niveles de inmovilización de los FR. La atomización dentro de sus carteras de avales, el calce de plazos, la gestión de los riesgos de mercado y la composición de la cartera de inversiones serán los factores determinantes a considerar para la revisión de las calificaciones.

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.

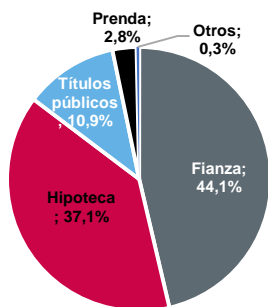
Los montos máximos a ser avalados surgen de la evaluación de la calificación del deudor, donde se asigna una probabilidad de default de acuerdo a un scoring interno que incluye ratios cuantitativos y cualitativos y el monto del aval. Asimismo, se considera la calidad de las contragarantías. El sector 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 #4: Contragarantías

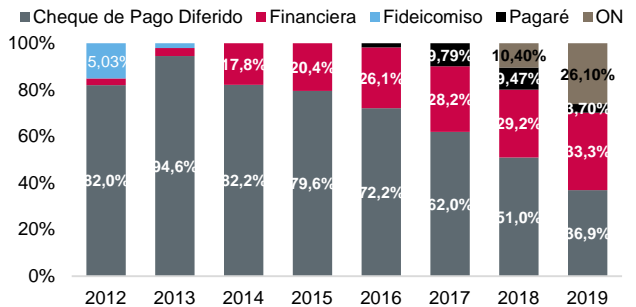


Fuente: Aval Federal SGR

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 2019, AFEDE otorgó avales por \$3.387,7 millones (-20,4% en comparación con el año previo), disminuyendo su riesgo vivo en un 22,8% respecto al año previo y totalizando los \$1.606,3 millones. En cuanto a la composición por producto, los cheques de pago diferido muestran una tendencia decreciente en su participación sobre las garantías vigentes (36,9% a dic'19 vs. 51,0% a dic'18), mientras que se destaca el crecimiento de las obligaciones negociables (26,1% a dic'19 vs. 10,4% a dic'18), en parte explicado por el hecho de que la mayor parte de estos avales (88,7% por monto a dic'19) están denominados en dólares, por lo que su participación se incrementó considerablemente con la devaluación del peso. Los pagarés bursátiles redujeron su participación en el RV (3,7% a dic'19 vs. 9,5% a dic'18), con una considerable disminución en cantidad (-63% i.a.).

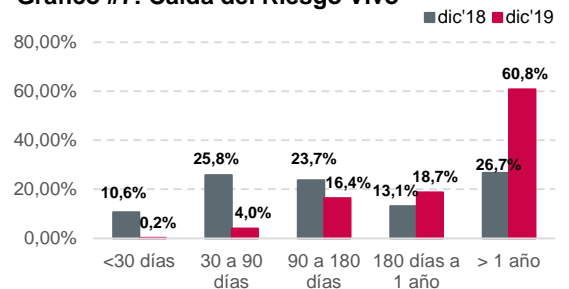
Gráfico #5: Riesgo Vivo por Producto



Fuente: Aval Federal SGR

Como se observa en el gráfico #4, el 39,2% del riesgo vivo tiene un vencimiento inferior al año, fuertemente por debajo a lo evidenciado el año previo (73,3%).

Gráfico #7: 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 26,0% del riesgo vivo, sobre un total de 199 socios partícipes (-49,4% en comparación con aquellos asistidos a dic'19).

La entidad registra un fuerte deterioro de la cartera frente al año previo. A dic'19, la irregularidad neta de provisiones alcanzaba el 20,0% del fondo de riesgo y 10,4% sobre el riesgo vivo (30,1% y 9,7% a dic'18 respectivamente). Cabe destacar que cinco clientes concentran el 40,4% del FR contingente, de los cuales dos tienen 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 \$359,1 millones (de los cuales las contragarantías reales cubren el 19,1%), y de contabilizarse como créditos irregulares aumentarían el ratio de Contingente neto de provisiones sobre RV hasta 32,8% (vs. 19,7% a dic'18) y a un 62,9% del fondo de riesgo (vs. 60,8% a dic'18).

A dic'19, las contragarantías reales alcanzaban el 50,8% del riesgo vivo. Un 37,1% de las garantías vigentes se encuentran cubiertas por hipotecas, mientras que un 10,9% cuenta con cobertura de títulos públicos, y otro 2,8% con coberturas prendarias.

A dic'19, las contragarantías reales alcanzaban el 50,8% del riesgo vivo. Un 37,1% de las garantías vigentes se encuentran cubiertas por hipotecas, mientras que un 10,9% cuenta con cobertura de títulos públicos, y otro 2,8% con coberturas prendarias.

Gráfico #6: RV por Provincia

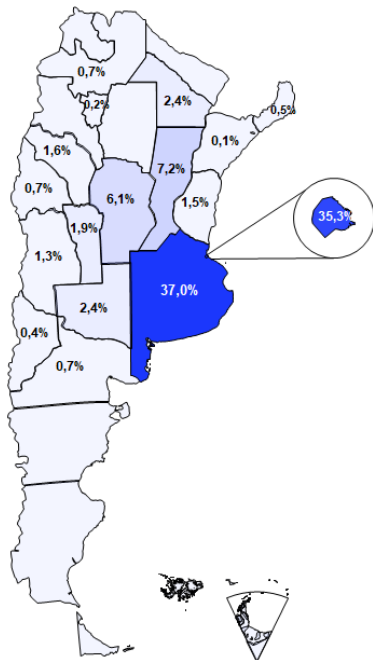
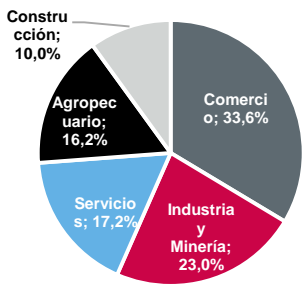


Gráfico #8: RV por Sector



Fuente: Aval Federal SGR

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 reafianzar cartera con el FoGAR (Fondo de Garantías Argentino). A dic'19, la línea disponible con el FoGAR era de \$380 millones. Así, a fines de febrero de 2020, la cartera vigente reafianzada con este organismo asciende a \$118,8 millones, lo que representa cerca del 8,4% de su RV.

En el 2017, AFEDE comenzó a otorgar garantías en moneda extranjera. A fines de 2019, las garantías vigentes en dólares representaban el 38,0% del riesgo vivo (vs. 28.7% a dic'18), y son en su mayoría avales bancarios y obligaciones negociables. Su mayor peso en la cartera de avales vigentes se explica por la caída en la originación y la depreciación del tipo de cambio en el último año. Esto genera un cierto descalce de monedas (las inversiones en moneda extranjera sin activos de riesgo cubren el 47,2% de las garantías vigentes) dados los niveles de apalancamiento con los 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.

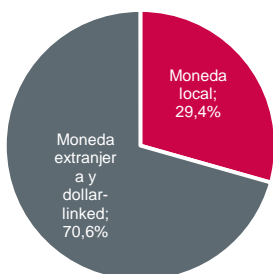
La entidad cuenta con un comité de inversiones, que fija los lineamientos generales de inversión para el FR, donde participan el Presidente, el CEO y el CFO. De acuerdo a dichos lineamientos, un Portfolio Manager de Puente Hnos S.A., realiza las recomendaciones de inversión respecto de los instrumentos 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 70,6% de los activos en dólares al cierre de 2019.

La calidad crediticia de la cartera de inversiones es inferior al promedio de las SGR. Cabe destacar que el 17,5% de su cartera de inversiones a dic'19 se encontraba alocado en Celulosa Argentina S.A. y un 7,7% correspondía a Medanito S.A., ambas calificadas por FIX en C(arg) a la misma fecha (a la fecha de emisión del presente informe, la calificación vigente para las obligaciones negociables clase 13 de la primera es BB(arg), y las obligaciones negociables clase 10 de la segunda, en D(arg)). Sin considerar los activos por debajo de grado de inversión (28,5% de la cartera), la calidad crediticia promedio de la cartera a dic'19 es de A-(arg).

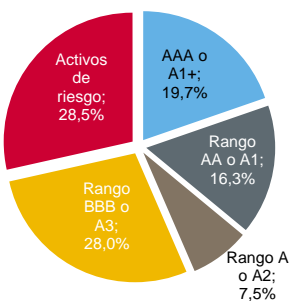
A fines de 2019, la cartera de inversiones estaba invertida en obligaciones negociables (29,0%), títulos provinciales (19,6%), fondos comunes de inversión (14,1%), títulos públicos nacionales (13,3%), letras del Tesoro norteamericano (11,3%), disponibilidades (8,4%), y acciones (4,3%).

Gráfico #9: Inversiones por moneda



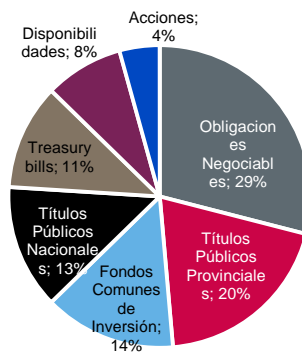
Fuente: FIX en base a datos de Aval Federal SGR

Gráfico #10: Calidad crediticia de las inversiones



Fuente: FIX en base a datos de Aval Federal SGR

Gráfico #11: Inversiones - Dic.'19



Fuente: Aval Federal SGR

Los activos con mayor liquidez representaban un 343,4% del riesgo vivo con vencimiento menor a 90 días y presenta un aceptable calce de monedas (las inversiones en moneda extranjera cubren el 79,2% de las garantías vigentes).

El rendimiento anual del Fondo de Riesgo es aceptable, dada la alta exposición del mismo a instrumentos denominados en dólares. El FR obtuvo rendimientos anuales del 34,9% en 2015, de 32,9% en 2016, de 29,6% en 2017, de 63,2% en 2018 y de 47,0% en 2019. En el acumulado, dichos rendimientos evidencian una adecuada protección contra los niveles de inflación registrados en el mismo período, con un deterioro en el último año.

Desempeño Financiero

El desempeño de la SGR muestra un marcado deterioro en el último año. Durante el 2019, AFEDE (sin considerar el FR) registró un resultado negativo por \$71,7 millones (vs. una ganancia de \$38,6 millones a dic'18). El mismo está fundamentalmente explicado por la caída en el flujo de comisiones a socios protectores y partícipes (-70,0% i.a.) y de comisiones por avales (-52,2% i.a.) dado el menor volumen de operaciones de la SGR en el último año (la cantidad de MiPyMEs asistidas se redujo en un 25,6% en comparación con el año previo, y la cantidad de avales otorgados se redujo en un 20,4%).

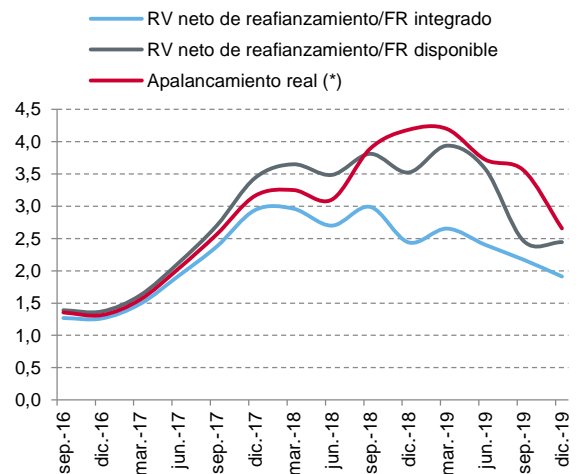
A dic'19, las comisiones cubrían el 48,4% de los gastos de administración, exhibiendo una fuerte disminución frente al año previo (135,3%), y alcanzaban el 10,3% del riesgo vivo. De las mismas, el 54,7% correspondía a comisiones por avales, 34,9% a comisiones a socios protectores y partícipes, un 10,2% a comisiones por cheques de pago diferido rechazados y un 0,3% a comisiones por rescate de cheques de pago diferido.

FIX espera que la tendencia negativa en los resultados operativos de la SGR continúe, y que el principal accionista, quien es a su vez el accionista mayoritario de Puente Hnos. S.A. (entidad calificada por FIX en A(arg) y A1(arg) con Perspectiva Negativa para endeudamiento de largo y corto plazo respectivamente) continúe soportando la operatividad de la misma.

Solvencia

A dic'19, el indicador de solvencia que computa la Subsecretaría de Emprendedores y de la Pequeña y Mediana Empresa asciende a 2,4 veces (vs. 3,5 a dic'18), y el apalancamiento real (Riesgo vivo neto de reafianzamiento / FR Integrado menos Contingente al tipo de cambio del cierre del período) se ubica en 2,7 veces (vs. 4,2 a dic'18). Estos muestran una fuerte mejora con respecto a may'19 (cuando excedió el límite normativo de 4 veces), luego de que la compañía implementara cambios en sus políticas de riesgo, de originación de avales y de gestión de recuperos, y llevara adelante una operación de recompra de créditos del contingente por \$64,9 millones por parte del principal accionista.

Gráfico #12: Apalancamiento (veces)



(*) Considera FR contingente al tipo de cambio del cierre de cada período

Fuente: FIX, en base a datos de Aval Federal SGR y ex SEPYME

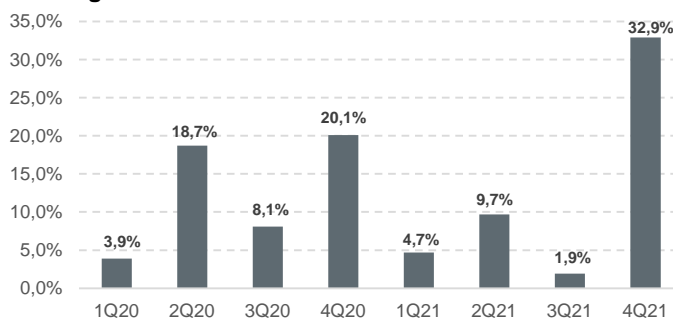
En el cuarto trimestre del 2019 AFEDE logró renovar y reemplazar aportes por \$252,2 millones (un 32,3% de su FR a sep'19). A la fecha del presente informe, el FR asciende a \$768,8 millones y la

compañía, al igual que el resto del segmento en el que opera, presenta el desafío de renovar aportes y conseguir nuevos socios protectores, ya que concentra vencimientos en lo que resta del 2020 por \$353,2 millones (un 48,4% de su FR). Dado el actual escenario macroeconómico, la Calificadora considera que estos presentan un elevado riesgo de renovación.

En sep'19 le fue autorizado un aumento del FR de \$1.000 millones a \$1.500 millones. El mismo 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. En sentido contrario, 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.

La concentración del FR por aportante se mantuvo estable en el último año. Puente Hnos concentra el 12,8% (14,5% a dic'18), y los primeros cinco socios protectores concentran 55,6% de los aportes. En cuanto a los vencimientos de aportes, las mayores concentraciones del presente año se ubican en el segundo trimestre (18,7% del FR), y en el cuarto trimestre (20,1% del FR).

Gráfico #13: Vencimientos de aportes al Fondo de Riesgo



Fuente: FIX en base a datos de Aval Federal SGR

Anexo I

Aval Federal SGR

	dic-19		dic-18		dic-17		dic-16	
	Anual Millones \$	Como % de Activos	Anual Millones \$	Como % de Activos	Anual Millones \$	Como % de Activos	Anual Millones \$	Como % de Activos
Estado Patrimonial de la SGR								
Activo Total	180,7	100,0%	167,8	100,0%	93,5	100,0%	39,2	100,0%
Activo Corriente	175,2	96,9%	161,8	96,4%	89,1	95,4%	35,2	89,7%
Caja y Bancos	-	0,0%	12,8	7,6%	12,9	13,8%	2,3	5,8%
Inversiones	55,5	30,7%	38,3	22,8%	27,3	29,2%	5,3	13,5%
Créditos	119,7	66,2%	110,7	65,9%	49,0	52,4%	27,6	70,4%
Otros Activos	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Activo No Corriente	5,5	3,1%	6,0	3,6%	4,3	4,6%	4,0	10,3%
Inversiones	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Créditos	0,9	0,5%	0,9	0,5%	0,4	0,4%	0,2	0,6%
Bienes de Uso	4,6	2,6%	5,1	3,0%	3,9	4,2%	3,8	9,7%
Activos Intangibles	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Otros Activos	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Pasivo	209,0	115,6%	91,9	54,8%	47,7	51,1%	22,2	56,7%
Pasivo Corriente	209,0	115,6%	90,7	54,1%	47,7	51,1%	22,2	56,7%
Cuentas a Pagar Comerciales	9,7	5,3%	16,8	10,0%	18,2	19,4%	1,6	4,0%
Cuentas a Pagar Sociales	4,4	2,4%	2,2	1,3%	1,1	1,1%	5,4	13,8%
Cuentas a Pagar Fiscales	3,0	1,7%	10,3	6,1%	3,2	3,4%	2,9	7,4%
Otras Deudas	191,9	106,2%	61,4	36,6%	25,4	27,1%	12,3	31,4%
Pasivo no Corriente	-	0,0%	1,2	0,7%	-	0,0%	-	0,0%
Cuentas a Pagar	-	0,0%	1,2	0,7%	-	0,0%	-	0,0%
Patrimonio Neto	0,2	0,1%	0,2	0,1%	0,2	0,3%	0,2	0,6%
Capital Social	0,2	0,1%	0,2	0,1%	0,2	0,3%	0,2	0,6%
Aportes no Capitalizados	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Ajustes al Patrimonio	72,0	39,9%	37,1	22,1%	20,7	22,2%	22,5	57,4%
Reservas	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,1%	0,0	0,1%
Resultados	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Estado Patrimonial del Fondo de Riesgo								
Activo Total	860,1	100,0%	674,6	100,0%	543,7	100,0%	520,5	100,0%
Activo Corriente	860,1	100,0%	674,6	100,0%	543,7	100,0%	520,5	100,0%
Inversiones	684,1	79,5%	463,9	68,8%	512,2	94,2%	502,0	96,5%
Créditos	176,0	20,5%	210,7	31,2%	31,6	5,8%	18,4	3,5%
Deudores por Garantías Afrontadas	214,8	25,0%	241,2	35,8%	27,9	5,1%	19,9	3,8%
Previsión por Deudores Incobrables	46,9	5,5%	38,7	5,7%	2,1	0,4%	4,1	0,8%
Otros Activos	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Activo no Corriente	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Inversiones	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Créditos	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Deudores por Garantías Afrontadas	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Previsión por Deudores Incobrables sobre Garantías Afrontadas	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Otros Activos	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Pasivo Total	22,5	2,6%	0,5	0,1%	0,8	0,1%	1,3	0,2%
Pasivo Corriente	22,5	2,6%	0,5	0,1%	0,8	0,1%	1,3	0,2%
Cuentas a Pagar	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Deudas por Retiros Efectuados	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Previsión Deudas Incobrables por Garantías Afrontadas sobre Retiros Efectuados	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Otras Deudas	22,5	2,6%	0,5	0,1%	0,8	0,1%	1,3	0,2%
Pasivo no Corriente	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Cuentas a Pagar	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Deudas por Retiros Efectuados	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Previsión Deudas Incobrables por Garantías Afrontadas sobre Retiros Efectuados	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Patrimonio Neto	837,6	97,4%	674,1	99,9%	542,9	99,9%	519,2	99,8%
Fondo de Riesgo	837,6	97,4%	674,1	99,9%	542,9	99,9%	519,2	99,8%
Fondo de Riesgo Disponible	598,7	69,6%	536,4	79,5%	474,2	87,2%	484,2	93,0%
Fondo de Riesgo Contingente	167,8	19,5%	202,6	30,0%	25,7	4,7%	15,8	3,0%
Previsión Deudas Incobrables – Fondo de Riesgo Contingente	46,9	5,5%	38,7	5,7%	2,1	0,4%	4,1	0,8%
Rendimiento Acumulado – Fondo de Riesgo	118,0	13,7%	-26,1	-3,9%	45,1	8,3%	23,3	4,5%
Cuentas de Orden								
Deudores	7.677,5	892,6%	6.967,9	1032,9%	2.959,4	544,3%	1.282,4	246,4%
"Socios Partícipes" por Garantías Otorgadas	1.623,4	188,7%	2.081,3	308,5%	1.469,8	270,3%	630,8	121,2%
Contragarantías Recibidas de "Socios Partícipes"	5.841,8	679,2%	4.799,2	711,4%	1.476,2	271,5%	637,2	122,4%
Deudores por Garantías Afrontadas Previsionados en el 100%	75,7	8,8%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Deudores por Garantías Afrontadas con Gestiones de Cobro Abandonadas	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Cobranzas por Cuenta de Terceros en Curso	136,6	15,9%	87,4	13,0%	13,5	2,5%	14,4	2,8%

Aval Federal SGR

	dic-19		dic-18		dic-17		dic-16	
	Anual Millones \$	Como % de Activos	Anual Millones \$	Como % de Activos	Anual Millones \$	Como % de Activos	Anual Millones \$	Como % de Activos
Estado de Resultados de SGR								
Ingresos Totales	82,7	45,8%	175,2	104,4%	110,7	118,5%	63,4	161,7%
Ingresos Comerciales	78,7	43,5%	164,7	98,1%	109,4	117,0%	60,0	153,1%
Comisiones por Garantías Otorgadas	43,0	23,8%	70,5	42,0%	60,3	64,5%	22,2	56,7%
Comisiones por Administración del Fondo de Riesgo	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Comisiones - Otros	4,8	2,6%	7,7	4,6%	3,4	3,7%	0,7	1,7%
Ingresos Financieros	4,0	2,2%	10,5	6,2%	1,4	1,5%	3,4	8,6%
Otros ingresos	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Egresos Totales	162,4	89,8%	121,7	72,5%	79,5	85,0%	63,6	162,1%
Egresos Administrativos y comerciales	162,4	89,8%	121,7	72,5%	79,5	85,0%	63,6	162,1%
Remuneraciones al Personal y Cargas Sociales	7,6	4,2%	21,2	12,6%	17,0	18,2%	9,2	23,5%
Deudores Incobrables sobre Comisiones	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Otros Egresos Administrativos	7,6	4,2%	21,2	12,6%	17,0	18,2%	9,2	23,5%
Otros Egresos	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Impuestos a las ganancias	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Resultado Neto de la SGR	-79,7	-44,1%	53,5	31,9%	31,3	33,5%	-0,2	-0,5%

Estado de Resultados del Fondo de Riesgo

Ingresos Totales	309,8	36,0%	322,4	47,8%	138,1	25,4%	167,7	32,2%
Ingresos Financieros	309,8	36,0%	322,4	47,8%	138,1	25,4%	167,7	32,2%
Otros Ingresos	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Egresos Totales	5,1	0,6%	14,4	2,1%	12,7	2,3%	11,8	2,3%
Gastos y Comisiones Pagadas	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Otros Egresos	5,1	0,6%	14,4	2,1%	12,7	2,3%	11,8	2,3%
Impuestos y Tasas	-8,0	-0,9%	-	0,0%	4,9	0,9%	1,1	0,2%
Desvalorización Inversiones	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Gastos por Ejecución de Contragarantías	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Deudores Incobrables	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Egresos Diversos	13,1	1,5%	14,4	2,1%	7,7	1,4%	10,6	2,0%
Retribución del Fondo de Riesgo	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Resultado Neto del Fondo de Riesgo	304,7	35,4%	308,0	45,7%	125,5	23,1%	155,9	30,0%

Ratios

I. Rentabilidad

1. Resultado Neto de la SGR / Activos Prom. de la SGR	-51,4%	62,7%	117,9%	-0,9%
2. Egresos / Ingresos	196,3%	69,5%	71,8%	100,3%
3. Comisiones / Egresos	206,4%	73,9%	72,6%	105,9%
4. Comisiones Netas del Cargos por Incobrabilidad / Egresos	48,4%	135,3%	137,6%	94,4%
5. Egresos / Riesgo Vivo	8,1%	6,8%	7,5%	10,1%
6. Comisiones / Riesgo Vivo	3,9%	9,2%	10,3%	9,5%
7. Cargos por Incobrabilidad / Riesgo Vivo	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
8. Resultado Neto del Fondo de Riesgo / Patrimonio Prom. del Fondo de Riesgo	40,8%	83,4%	59,1%	60,1%
9. Rendimiento de la Inversiones / Inversiones Prom. del Fondo de Riesgo	57,1%	166,0%	68,6%	67,1%

II. Capitalización

1. Fondo de Riesgo Integrado / Activos Totales	83,7%	103,8%	91,6%	95,3%
2. Riesgo Vivo / Fondo de Riesgo Integrado	223,2%	297,2%	299,8%	127,2%
3. Apalancamiento Real (*)	244,7%	336,3%	314,7%	130,3%
4. Aportes Brutos Ultimos 12 meses / Fondo de Riesgo Integrado Prom.	37,1%	106,6%	65,6%	78,8%
5. Retiros Brutos Ultimos 12 meses / Fondo de Riesgo Integrado Prom.	34,4%	41,2%	148,4%	51,2%
6. Vencimiento de Aportes a 12 meses / Fondo de Riesgo Integrado	54,1%	42,1%	41,2%	61,4%
7. Vencimiento de Aportes a 6 meses / Fondo de Riesgo Integrado	24,1%	4,1%	14,5%	8,9%

III. Liquidez

1. Inversiones del Fondo de Riesgo / Riesgo Vivo	42,6%	22,3%	34,0%	79,2%
2. Inversiones del Fondo de Rapida Realización / Riesgo Vivo	5,4%	1,5%	5,5%	-0,1%
3. Liquidez inmediata (Inversiones 90 días / Riesgo Vivo 90 días) (veces)	3,87	0,23	0,46	0,59
4. Inversiones del Fondo en Moneda Extranjera / Riesgo Vivo en Moneda Extranjera (veces)	0,79	0,58	1,19	n.a.

IV. Calidad de activos

1. Crecimiento de Garantías Otorgadas	13,9%	50,5%	100,2%	n.a.
2. Crecimiento de Riesgo Vivo	-22,8%	39,5%	136,6%	n.a.
3. Garantías Vencidas Vigentes Brutas / Fondo de Riesgo Integrado	29,8%	34,5%	5,6%	4,0%
4. Previsiones / Garantías Vencidas Vigentes Brutas	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
5. Garantías Vencidas Vigentes Brutas / Riesgo Vivo	13,4%	11,6%	1,9%	3,2%
6. Garantías irregulares (sit. 3, 4 y 5) / Riesgo Vivo	27,8%	16,9%	n.a.	n.a.
7. Garantías irregulares (sit. 3, 4 y 5) / Fondo de Riesgo Integrado	79,1%	58,4%	0,0%	0,0%
8. Previsiones / Riesgo Vivo	2,9%	1,9%	0,1%	0,7%
9. Total de Garantías Afrontadas / Origenación Historica	0,0%	5,6%	2,8%	0,0%
10. Avales Recuperados (12 meses) / Avales Pagadas (12 meses) (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
11. Rate-off de Ultimos 12 meses / Fondo de Riesgo Contingente Promeido	11,6%	0,0%	0,0%	0,0%
12. Contragarantías reales / Riesgo Vivo	21,1%	53,8%	42,3%	22,6%

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

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 20 de abril de 2020, decidió **bajar** las siguientes calificaciones de Aval Federal SGR:

-Calificación Nacional de Largo Plazo: a **BBB(arg)** con Perspectiva Negativa desde **A-(arg)** con Perspectiva Negativa.

-Calificación Nacional de Corto Plazo: a **A3(arg)** desde **A2(arg)**.

La baja de las calificaciones se fundamenta en el deterioro de la capacidad de pago que presentan las empresas que asiste la SGR producto del hostil escenario actual, lo que atenta contra sus niveles de solvencia y liquidez futuros. Los desequilibrios generados por la emergencia sanitaria erosionaron, con mayor rapidez y escala, el desempeño de las Pymes y su sustentabilidad financiera en el largo plazo lo que indefectiblemente impacta sobre el flujo de fondos de las SGR bajo un contexto que obstaculiza la captación de nuevos aportes. En particular, se consideraron el deterioro de la calidad crediticia de sus inversiones, la alta morosidad que presenta su cartera de avales, que FIX considera se estresará aún más en los próximos meses producto del actual escenario y la significativa concentración de vencimientos de aportes a su Fondo de Riesgo en 2020, que la Calificadora prevé que en la actual coyuntura presentan un elevado riesgo de renovación.

La Perspectiva Negativa sobre la calificación de largo plazo de Aval Federal SGR está en línea con la perspectiva de la industria financiera. El 05/09/2019 FIX (afiliada de Fitch Ratings) colocó en Negativa la Perspectiva del sistema financiero, debido al acelerado deterioro del entorno operativo y la alta volatilidad de las variables macroeconómicas y financieras. En general, se espera que el segmento de SGRs y Fondos de Garantía registre un deterioro en su desempeño que será reflejado por el incremento de la mora, el elevado apalancamiento del sector, la alta participación -en algunos casos- de títulos soberanos en sus carteras de inversiones y el desafío de renovar o conseguir nuevos aportes para su Fondos de Riesgo en el actual contexto económico recesivo.

Categoría BBB(arg): “BBB” nacional implica una adecuada calidad crediticia respecto de otras entidades o fondos calificados, emisores, instrumentos o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones tienen una mayor probabilidad de afectar la capacidad de pago en tiempo y forma que para 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 A3(arg): Indica una adecuada capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Sin embargo, dicha capacidad es más susceptible en el corto plazo a cambios adversos que los compromisos financieros calificados con categorías superiores.

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.

Adicionalmente se han considerado los Estados Contables al 30.09.2019, 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 las normas establecidas por la SEPyME.

Fuentes de información

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

Las presentes calificaciones se determinaron en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por la entidad de carácter privado:

- Información de gestión suministrada por la entidad el 14.04.2020.
- Estados contables preliminares al 31.12.2019.

Adicionalmente, se consideró la siguiente información pública:

- Balance General auditado al 31.12.2018, disponible en www.bolsar.com.
- Estados contables trimestrales auditados (último 30.09.2019), 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 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.