

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	31.12.20	31.12.19
Activos USD	11,8	17,9
Activos (Pesos)	990,1	1064,2
Patrimonio (Pesos)	883,1	838,8
Garantías Vigentes (Pesos)	1491,3	1623,4
Contragarantías (Pesos)	5849,1	5841,8
Fondo de Riesgo (Pesos)	882,9	837,6
Liquidez/RV	9,1%	14,9%
Apalancamiento real (veces)*	185,6%	265,6%

TC de Referencia del BCRA: 31/12/20: 84,14 y 31/12/19: 59,90

*RV/FR Disponible neto de 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

María José Sager
Analista
(+5411) 5235 – 8131
mariajose.sager@fixscr.com

Analista secundario

Dario Logiodice
Director
(+5411) 5235 – 8100
dario.logiodice@fixscr.com

Responsable del sector

María Fernanda López
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 feb'21 representaba el 1.8% del riesgo vivo del mercado.

Factores Relevantes de la Calificación

Suba de calificación: FIX decidió subir la Calificación de Largo Plazo de Aval Federal SGR a BBB+(arg) desde BBB(arg), manteniendo la Perspectiva Negativa, y confirmar la Calificación de Corto Plazo en A3(arg). La suba se fundamenta en la menor irregularidad de la SGR, producto de un mayor recupero y más exigentes políticas de originación, así como la sostenida disminución de su apalancamiento en el último año.

Contexto operativo débil: Producto de la emergencia sanitaria, que profundizó el deterioro de la economía durante el año 2020, las entidades aún enfrentan desafíos que dependen del ritmo de recuperación de la actividad económica y de la incertidumbre que todavía presenta el entorno. FIX monitoreará su evolución.

Significativa mejora de la calidad de activos: El FR Contingente (FRC) registró a dic'20 una disminución interanual de 3.1 veces, principalmente por ajustes de las políticas de originación que le permitieron una mayor diversificación del riesgo y mejores indicadores de cobranza. A dic'20, el FRC representaba el 6.3% del FR y 3.6% del RV+FRC (vs. 25.6% y 11.8% respectivamente a dic'19). Así, a mar'21, la calidad de la cartera se ubica en niveles adecuados (contingente + cartera irregular a vencer: 6.4% del RV+FRC).

Aceptable liquidez y deterioro en la calidad de las inversiones: A dic'20 los activos con elevada liquidez (títulos públicos soberanos, FCI y disponibilidades), representaban el 39,4% de las garantías vigentes con vencimiento menor a 90 días (vs 401,0% a dic'19). Dicha caída se debe en parte a la mayor concentración de avales en el corto plazo, dado que el 37.4% de la caída del RV se concentra en el primer trimestre (vs 4,2% en dic'19). En tanto, las inversiones en moneda extranjera cubren la totalidad de las garantías vigentes emitidas en esa moneda. Se destaca que la cartera de inversiones presenta un elevado porcentaje (48.3%) de instrumentos calificados debajo de grado de inversión, lo cual podría presionar aún más sobre la liquidez del FR.

Disminución del apalancamiento: A dic'20, el indicador de solvencia ascendía a 186% (vs 244,3% a dic'19). El mismo muestra una sustancial mejora desde 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 \$812.9 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 2021 por \$376.9 millones, un 49.2% del FR).

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'20, Puente Hnos S.A. es el cuarto socio protector y representa el 5.8% del FR (vs. 12,8% a dic'19). Además, la entidad cuenta con 43 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 cada socio partícipe no podrá tener una participación mayor al 5%, a la vez que cada socio protector no puede superar el 60% 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 adelante FIX, 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 elevada participación en la operatoria de cheques de pago diferido local. Por otro lado, en virtud de la normativa vigente 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 5.8% en dic'20 (cuarto socio protector), contribuyendo a una mayor atomización de los socios protectores. A feb'21 AFEDE representaba aproximadamente el 1.8% del riesgo vivo total del sistema (puesto N°13) conformado por 45 SGRs. Además, está inscrita en el BCRA, por lo que sus garantías se consideran preferidas 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.

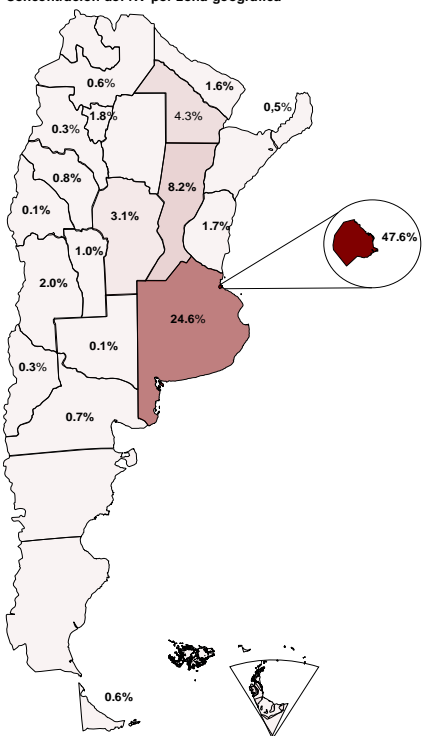
Finalmente, la comisión de vigilancia, formada por tres miembros, tiene entre sus tareas informarse sobre las inversiones de FR, verificar la proporcionalidad existente entre los aportantes que hayan solicitado el retiro total o parcial en el FR.

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.

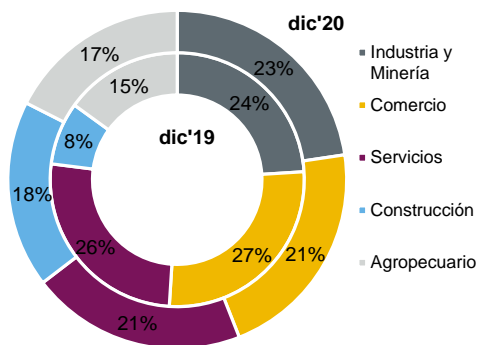
A dic'20 poseía 169 socios partícipes con garantías vigentes (-49,4% vs dic'19), tenía exposición a los sectores de industria y minería (22.7%), comercio (21.4%), servicios (20.6%), construcción (17.9%) y agropecuario (17.5%) y se encontraba presente en 19 provincias y en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

Para el cumplimiento de sus objetivos, la entidad en los últimos años ha estado en un proceso de expansión de

Concentración del RV por zona geográfica



RV por sector económico dic'20



Fuente: FIX en base a Aval Federal SGR

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 y con 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 (a dic'20 el 48.7% de los avales vigentes provenían de productores).

En cuanto a sistemas, AFEDE opera con el sistema Gallo que le permite una adecuada gestión de la operatoria de avales e inversiones del Fondo de Riesgo. Desde 2017 comenzó un proceso de transformación tecnológica que le permitió contar con una app y web exclusiva para sus clientes/protectores y un modelo de scoring con precalificación online. En 2020 continuó invirtiendo en tecnología y mejora de procesos. Implemento Power Bi para *reporting* de negocio y de sus protectores, asimismo desarrollo un CRM propio (SIGO) que se integra a su sistema de comité de créditos digital (SAR) lo que le permite formalizar las decisiones de crédito de sus comités. Asimismo implemento e integro a sus sistemas un gestor de documentación digital, migrando toda la información relevante del negocio a la nube.

Entorno Operativo

A partir de marzo 2020, en el marco de la emergencia sanitaria generada por la llegada del COVID-19, se produjo una situación sin precedentes en la cual las medidas adoptadas por el gobierno a fin de mitigar los efectos de la pandemia profundizaron el deterioro de la economía, con un fuerte impacto sobre la actividad, la cadena de pagos y el empleo, a pesar de la implementación de sucesivas normas que establecieron la emergencia pública en materia ocupacional hasta diciembre de 2021.

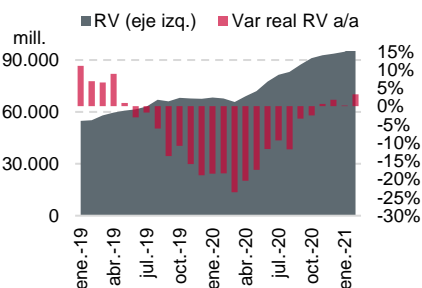
Bajo este escenario, el sistema de garantías continuó acompañando al entramado productivo procurando lograr un equilibrio entre los riesgos asumidos y la sustentabilidad de largo plazo dado que las MiPymes resultaron ser uno de los eslabones más débiles presentando disrupciones en las cadenas de pagos.

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), con un saldo neto de garantías vigentes de \$98,3 MM a feb'21(+45,2% a/a nominal y 3,3% a/a real), asistiendo a un 13,3% YTD más de Pymes en comparación al año previo, con mayor sesgo hacia las Micro pymes en virtud del incentivo que genera el marco normativo vigente.

El paquete de medidas de estímulo impulsadas por el Gobierno en el marco del COVID19, derivaron en un crecimiento del 27,0% del monto real de avales otorgados a feb'21 por SGRs y Fondos de Garantía, producto de las mayores necesidades de financiamiento que enfrentan las Pymes en virtud de la caída transitoria de su generación de ingresos y de la retracción de la oferta de crédito bancario. Derivado de ello, los avales por operaciones de corto plazo predominaron durante todo el 2020 debido a que los cheques de pago diferido – en particular, los ECHEQ- se convirtieron en la herramienta de fondeo por excelencia de las empresas, impulsado por el descenso de las tasas de mercado en línea con la política monetaria, lo que introdujo modificaciones en la estructura de flujo y rentabilidad de las sociedades de garantía, en particular en aquellas que presentaron mayor rezago tecnológico, lo que retrajo su capacidad y velocidad de adaptación ante un precipitado escenario de cambios y un entorno operativo débil que amenazó el desempeño del sector.

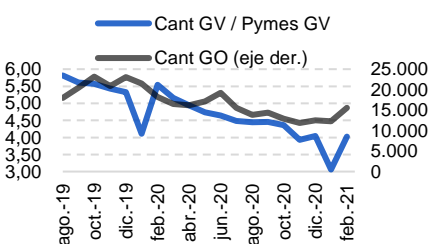
La baja en las tasas de mercado, el Programa de Asistencia de Emergencia al Trabajo y la Producción (ATP), las líneas de crédito blandas para PyMES y la concentración en avales de cheques librados por empresas de alta calidad crediticia, contribuyeron a la preservación de ratios

Evolución del Riesgo Vivo



Fuente: Ministerio de Producción

Evolución Avales Otorgados

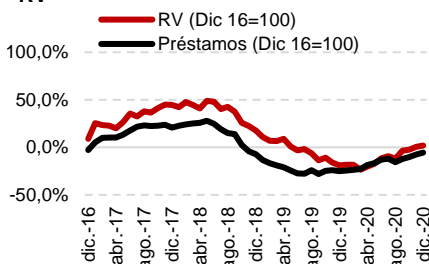


GO: Garantías Otorgadas

GV: Garantías Vigentes

Fuente: Ministerio de Producción

Evolución Real de Préstamos y RV



Fuente: BCRA y Ministerio de Producción

de morosidad controlados. El esquema de reducción de tasas y líneas blandas permitió brindar una alternativa de financiamiento competitiva a las empresas ante un escenario de fuerte contracción de sus ingresos. Asimismo, aquellas SGRs asociadas a cadenas de valor (mayormente ligadas al sector agropecuario), fortalecieron el apalancamiento operativo bajo esta vía explotando sinergias y el *know how* de clientes con probada trayectoria e historial de crédito. FIX estima que la calidad de las carteras de las SGR dependerá de la recuperación de la actividad económica y de condiciones blandas para el financiamiento. De todas formas, se considera que la situación de mayor estrés para el segmento ya se registró el año previo y las SGRs han adoptado lineamientos de mayor prudencia en el otorgamiento, que se reflejó en la evolución de sus avales.

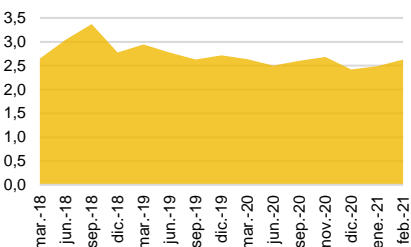
Desde 2019 los niveles de solvencia del sistema estuvieron presionados por el deterioro en la calidad crediticia de las carteras y efectos de la depreciación cambiaria, el desafío que enfrentaron las SGRs para captar nuevos aportes en un contexto de elevada incertidumbre y volatilidad macroeconómica y las limitaciones al incremento de los fondos de riesgo autorizados, dado el costo económico y fiscal que representa el sistema de garantías para el Gobierno. No obstante, el sistema en general ha logrado reducir el apalancamiento y mejorar la solvencia durante 2020.

La pesificación de los avales como consecuencia de las restricciones impuestas por el BCRA en el mercado de cambios, el menor apalancamiento del sistema, y la mayor prudencia de las entidades condujeron a una mejora del calce de moneda de las SGRs, factor de riesgo que había generado problemas al sector en 2018 y 2019, impactando en los niveles de apalancamiento.

Las carteras de inversión de los fondos, en general, registraron un comportamiento más prudente con una mayor dolarización de las inversiones, en instrumentos dólar-linked de corporativos con buena calidad crediticia y bonos soberanos ajustados por inflación. Si bien al inicio del ejercicio la colocación de las inversiones se orientó a instrumentos en dólares del extranjero, el regulador limitó hasta el 31 de marzo de 2021 la inversión en instrumentos denominados en moneda extranjera, situación que condujo a que las carteras incrementaran su posicionamiento en activos dolar-linked con suficiente mercado secundario y en aquellos que brindan una mayor liquidez inmediata.

FIX estima que el sector aún enfrenta desafíos ante un escenario que se presenta un tanto incierto, con lenta recuperación de la actividad económica. Sin embargo, FIX evalúa que el sector en general se encuentra mejor posicionado que el año previo para enfrentar los retos a partir de un menor apalancamiento y una mayor prudencia en la gestión de sus inversiones y cartera de avales.

Apalancamiento



Fuente: Ministerio de Producción

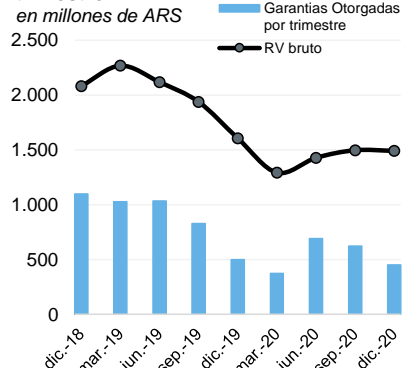
Administración de activos

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.

Garantías Otorgadas por trimestre



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.

La política de riesgos de aval federal requiere contragarantías, las cuales dependerán del plazo, monto y calidad del cliente avalado. Solo en los casos de operaciones con cheques de empresas de primera línea puede no solicitarlas. 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.

En el 2020 la SGR otorgó avales por \$2.137 millones, exhibiendo una caída interanual de 36.9%, lo cual derivó, consecuentemente, en un acotado crecimiento de su riesgo vivo a dic'20 (7.7% respecto de dic'19).

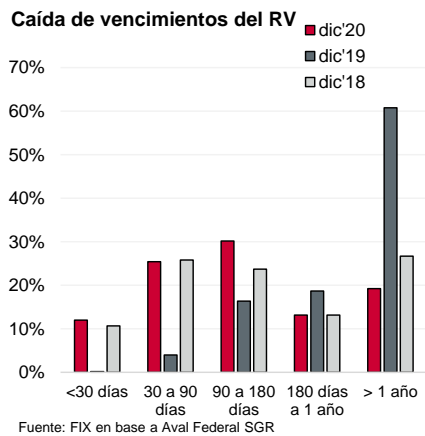
Históricamente, la SGR se encontraba concentrada por tipo de producto, aunque en los últimos años presentó una mayor diversificación al incrementar los avales bancarios en cartera. La principal concentración se le atribuye a los cheques de pago diferido, los cuales representan el 50.9% del RV a dic'20 (vs. 36.9%), seguido de avales bancarios (45.3% a dic'20 vs. 33.3% a dic'19). Según lo reportado por la entidad, se proyecta disminuir gradualmente la participación de CDP en la cartera, con el objetivo de mantener cerca de un 30% en dichos instrumentos.

Dado que el Mercado Argentino de Valores concentra el mayor volumen de financiamiento para pymes, el 52.6% del RV de AFEDE se monetizaba por este mercado, mientras que el resto principalmente por Banco Ciudad (17.7%) y Banco de Inversión y Comercio Exterior (13.7%).

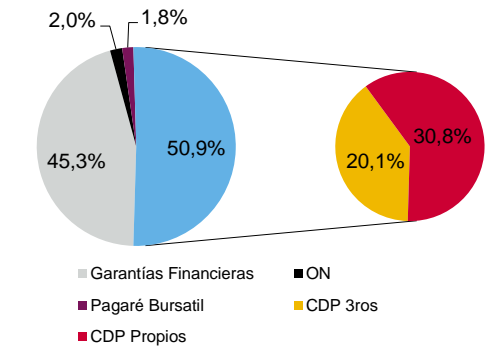
En tanto, se destaca el cambio en el perfil de vencimientos del RV, donde el 80.7% posee un vencimiento inferior al año, significativamente superior a lo evidenciado el año previo (39.2%). Se espera que la SGR modifique el presente esquema de vencimientos de su cartera vigente, en línea con el objetivo de incrementar los avales bancarios de más largo plazo, en detrimento de CDP.

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 21.1% del riesgo vivo, sobre un total de 169 socios partícipes (-15% en comparación con aquellos asistidos a dic'19).

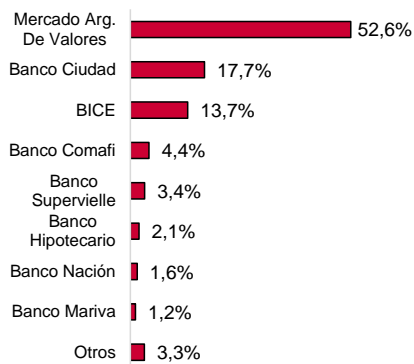
La entidad registra una significativa mejora de su cartera en mora a la fecha del presente informe, producto de las más exigentes políticas de originación y mejoras en los ratios de cobranzas. A la



Distribución del RV por producto dic'20



RV por acreedor dic'20



fecha de análisis, AFEDE exhibió una fuerte disminución en la cantidad de garantías caídas (-49.6% i.a.), así como en la cantidad de pymes en mora (-25.9% i.a.).

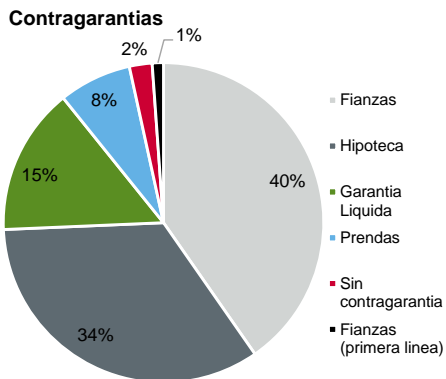
A dic'20 el FR Contingente alcanzaba el 6.3% del fondo de riesgo y 3.6% sobre el riesgo vivo (vs 25.6% y 11.8% a dic'19 respectivamente), aunque desciende a 2.7% al considerar el FR Contingente neto de provisiones. Cabe destacar que cerca del 64% del FR Contingente presenta contragarantías hipotecarias, lo cual mitiga significativamente el riesgo de crédito. El monto de los avales vigentes que corresponden a deudores que ya presentan garantías caídas en el FR Contingente alcanza los \$163 millones (vs. \$359,1 millones a dic'19), y de contabilizarse como créditos irregulares aumentarían el ratio de contingente sobre RV a 14.2%, inferior a lo exhibido el año anterior (6.4% a mar'21).

A dic'20, el 41.5% de las contragarantías eran finanzas (1.1% de primera línea), mientras que el resto correspondía a hipotecas (34%), garantías liquidas (14.9%) y prendas (7.3%). En tanto, las contragarantías reales alcanzaban el 41.3% del RV (vs 50,8% a dic'19).

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 más débiles), 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'20, la línea disponible con el FoGAR era de \$380 millones y la cartera vigente reafianzada con este organismo asciende a \$172.8 millones a dic'20, lo que representa cerca del 11.8% de su RV (vs 8,4% a dic'19). Además, si se consideran los créditos por recuperar del Fogar por avales caídos, el contingente neto de dicho monto alcanza el 2.7% del RV neto de reafianzamiento.

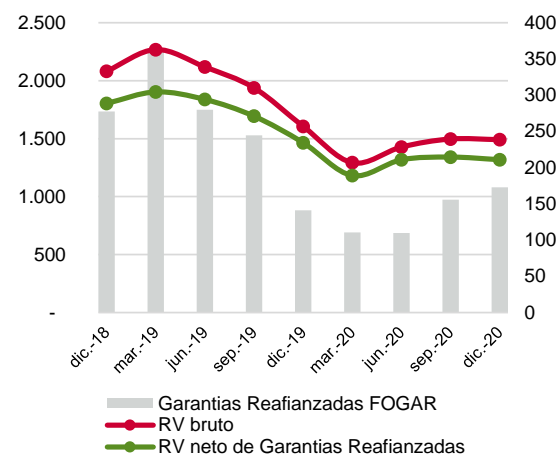
En el 2017, AFEDE comenzó a otorgar garantías en moneda extranjera, aunque se destaca que no ha vuelto a emitir desde 2018. En este sentido, a fines de 2020, las garantías vigentes remanentes en dólares representaban el 14.5% del riesgo vivo, significativamente inferior a lo exhibido el año previo (38.0%), y corresponden principalmente avales bancarios (cerca de 13.7% del RV) y obligaciones negociables (0.9%).



Fuente: FIX en base a Aval Federal SGR

Garantías Reafianzadas FOGAR

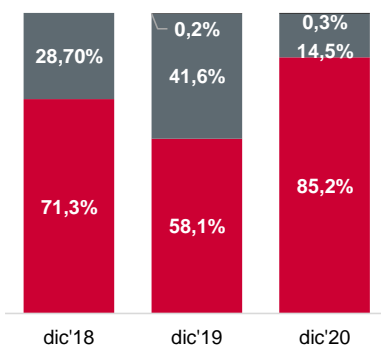
(en millones de ARS)



Fuente: FIX en base a Aval Federal SGR

RV por moneda

■ Pesos ■ Dólares
■ UVA



Fuente: FIX en base a Aval Federal SGR

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 históricamente una mayor participación de instrumentos en moneda extranjera, alcanzando el 77.5% de los activos del FR denominados en dólares al cierre de 2020 (vs 70,6% a dic'19). FIX espera que dicho nivel de dolarización de su cartera de inversiones se mantenga en el mediano plazo.

La calidad crediticia de la cartera de inversiones es inferior al promedio de las SGR. Cabe destacar que el 31.8% de su cartera de inversiones a dic'20 se encontraba alocado en Celulosa Argentina S.A. (calificada en BB por FIX) y un 4.2% correspondía a Medanito S.A. (calificada en D). Sin considerar los activos por debajo de grado de inversión (48.3% del total de la cartera), la calidad crediticia promedio a dic'20 es de A(arg).

A fines de 2020, la cartera de inversiones estaba alocada en obligaciones negociables (40.7%), títulos provinciales (30.4%), títulos públicos nacionales (15.5%), fondos comunes de inversión (7.7%), acciones (3.1%) y disponibilidades (2.6%).

AFEDE presenta a dic'20 un deterioro de su liquidez, donde los activos con mayor liquidez representaban un 39.4% del riesgo vivo con vencimiento menor a 90 días (vs 343,4% en dic'19). Sin embargo, se destaca que presenta un adecuado calce de monedas (las inversiones en moneda extranjera cubren 1.1x las garantías vigentes en la misma moneda).

El rendimiento anual del Fondo de Riesgo es bueno, 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, de 47,0% en 2019 y 106% en 2020. En el acumulado, dichos rendimientos evidencian una adecuada protección contra los niveles de inflación registrados en el mismo período.

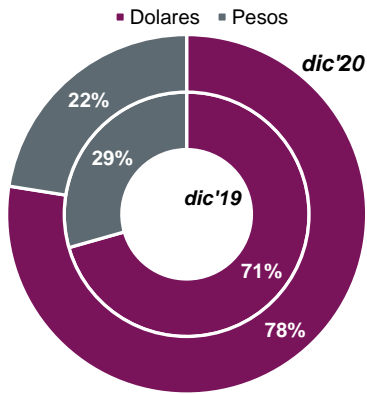
Desempeño Financiero

El desempeño de la SGR se considera ajustado, aunque se destaca la mejora en el último año. Durante el 2020, AFEDE (sin considerar el FR) registró un resultado negativo por \$1.0 millón (vs. una pérdida de \$71.1 millones a dic'19). La mejora se explica por un mayor flujo de comisiones (180% superior al registrado a dic'19), tanto de socios protectores y partícipes (177% i.a.) como de avales (115.1%).

A dic'20, las comisiones cubrían el 99.2% de los gastos de administración, exhibiendo una fuerte disminución frente al año previo (206.4%), y alcanzaban el 9.7% del riesgo vivo (vs. 3.9% a dic'19), nivel considerado adecuado. De las mismas, el 53.6% correspondía a comisiones a socios protectores y partícipes, el 34.9% a comisiones por avales, el 11.3% a comisiones por cheques de pago diferido rechazados y el 0,1% a comisiones por rescate de cheques de pago diferido.

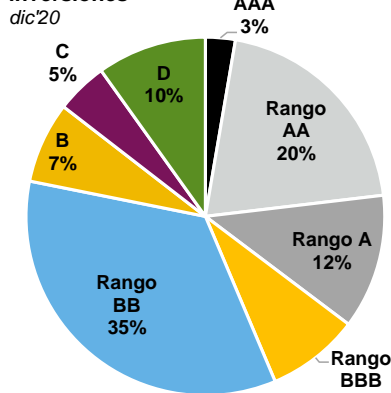
FIX espera que la tendencia negativa en los resultados operativos de la SGR se revierta en línea con la gradual recuperación de la demanda de crédito. El principal accionista, quien es a su vez el accionista mayoritario de Puente Hnos. S.A. (entidad calificada por FIX en A(arg) y A1(arg) con Perspectiva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

Inversiones por moneda



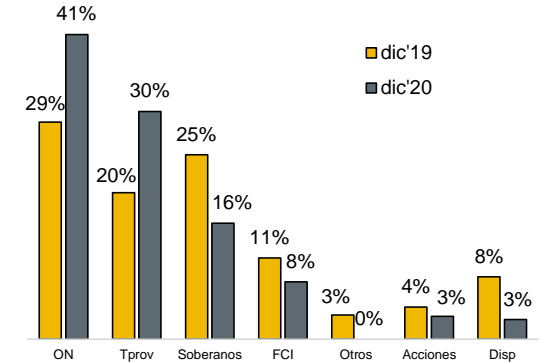
Fuente: FIX en base a Aval Federal SGR

Calidad crediticia de las inversiones



Fuente: FIX en base a Aval Federal SGR

Inversiones

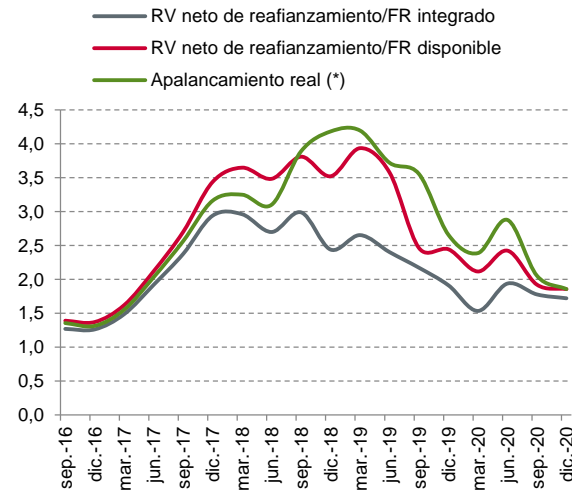


Fuente: FIX en base a Aval Federal SGR

Solvencia

A dic'20, el indicador de solvencia que computa la Subsecretaría de Emprendedores y de la Pequeña y Mediana Empresa asciende a 1.9 veces (vs. 2.4 a dic'19), y el apalancamiento real (Riesgo vivo neto de reafianzamiento / FR Integrado menos Contingente al tipo de cambio del cierre del período) se ubica en 1.9 veces (vs. 2.7 a dic'19). Estos muestran una fuerte mejora desde 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.

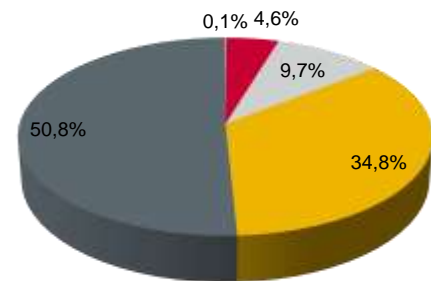
Apalancamiento (veces)



Fuente: FIX en base a Aval Federal SGR
*Considera FR contingente al TC de cierre de cada período

Vencimiento de aportes al FR dic'20

■ <=31 ■ <=90 ■ <=180 ■ <=365 ■ >365



Fuente: FIX en base a Aval Federal SGR

En el cuarto trimestre del 2020 AFEDE logró renovar y reemplazar aportes por \$297 millones (un 39.5% de su FR a sep'20). A la fecha del presente informe, el FR asciende a \$882.9 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 2021 por \$376.9 millones (un 49.2% de su FR).

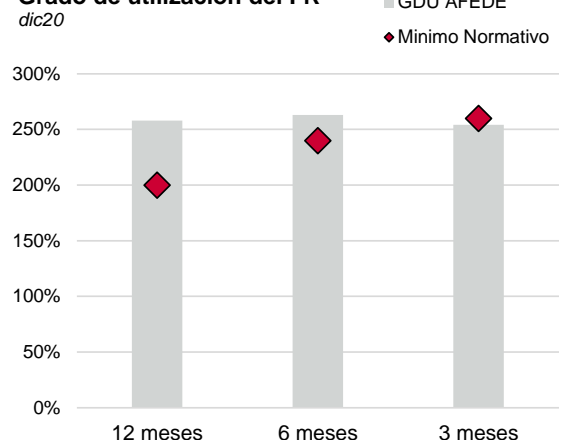
El incremento del FR puede provenir de: el aporte de los socios protectores en la medida que el regulador lo autorice, los rendimientos de la inversión del propio Fondo de Riesgo, el recupero de las garantías abonadas y las asignaciones de los resultados de la sociedad. En sentido contrario, el FR puede 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. A la fecha del presente informe, la entidad se encuentra a la espera de la autorización por parte de Sepyme para incrementar su FR hasta \$1.500 millones.

La concentración del FR por aportante se mantuvo estable en el último año. El primero concentra el 23.4%, en tanto los primeros cinco el 63.7%.

Se destaca la menor participación de Puente Hnos en el FR, la cual asciende a 5.8% a dic'20 (vs. 12.8% a dic'19), que responde a una decisión estratégica del accionista para dejar ingresar a otros socios protectores a la SGR. En tanto, la mayor parte del FR presenta un vencimiento mayor a 1 año (50.8%), y el resto se concentra principalmente en el último trimestre del presente año.

De acuerdo a la normativa vigente, el FR puede incrementarse cuando el grado de utilización del mismo alcance 200% durante el último año calendario a la solicitud de ampliación, o cuando el grado de utilización

Grado de utilización del FR



Fuente: Aval Federal SGR

durante el último semestre calendario a la solicitud de ampliación alcance un promedio del 240%, o cuando el grado de utilización del mismo alcance en el último trimestre calendario a la solicitud de ampliación un promedio de 260%. A dic'20 Aval Federal, registró, para aumentos del FR, un grado de utilización promedio del FR Integrado del 258% los últimos 12 meses, 263% para los últimos 6 meses y de 254% para el último trimestre.

Anexo I

Aval Federal SGR

	dic-20		dic-19		dic-18		dic-17	
	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	89,5	100,0%	204,1	100,0%	167,8	100,0%	93,5	100,0%
Activo Corriente	81,4	91,0%	198,6	97,3%	161,8	96,4%	89,1	95,4%
Caja y Bancos	18,9	21,1%	23,4	11,5%	12,8	7,6%	12,9	13,8%
Inversiones	15,2	16,9%	55,5	27,2%	38,3	22,8%	27,3	29,2%
Créditos	47,3	52,9%	119,7	58,6%	110,7	65,9%	49,0	52,4%
Otros Activos	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Activo No Corriente	8,1	9,0%	5,5	2,7%	6,0	3,6%	4,3	4,6%
Inversiones	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Créditos	0,5	0,5%	0,9	0,4%	0,9	0,5%	0,4	0,4%
Bienes de Uso	3,3	3,7%	4,6	2,3%	5,1	3,0%	3,9	4,2%
Activos Intangibles	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Otros Activos	4,3	4,8%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Pasivo	89,4	99,8%	209,0	102,4%	91,9	54,8%	47,7	51,1%
Pasivo Corriente	89,4	99,8%	209,0	102,4%	90,7	54,1%	47,7	51,1%
Cuentas a Pagar Comerciales	1,8	2,1%	9,7	4,7%	16,8	10,0%	18,2	19,4%
Cuentas a Pagar Sociales	16,4	18,3%	4,4	2,2%	2,2	1,3%	1,1	1,1%
Cuentas a Pagar Fiscales	5,8	6,5%	3,0	1,5%	10,3	6,1%	3,2	3,4%
Otras Deudas	65,4	73,0%	191,9	94,0%	61,4	36,6%	25,4	27,1%
Pasivo no Corriente	-	0,0%	-	0,0%	1,2	0,7%	-	0,0%
Cuentas a Pagar	-	0,0%	-	0,0%	1,2	0,7%	-	0,0%
Patrimonio Neto	0,2	0,3%	0,2	0,1%	0,2	0,1%	0,2	0,3%
Capital Social	0,2	0,3%	0,2	0,1%	0,2	0,1%	0,2	0,3%
Aportes no Capitalizados	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Ajustes al Patrimonio	0,9	1,1%	72,0	35,3%	37,1	22,1%	20,7	22,2%
Reservas	0,0	0,1%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,1%
Resultados	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Estado Patrimonial del Fondo de Riesgo								
Activo Total	900,6	100,0%	860,1	100,0%	674,6	100,0%	543,7	100,0%
Activo Corriente	900,6	100,0%	860,1	100,0%	674,6	100,0%	543,7	100,0%
Inversiones	852,3	94,6%	684,1	79,5%	463,9	68,8%	512,2	94,2%
Créditos	48,2	5,4%	176,0	20,5%	210,7	31,2%	31,6	5,8%
Deudores por Garantías Afrontadas	55,9	6,2%	214,8	25,0%	241,2	35,8%	27,9	5,1%
Previsión por Deudores Incobrables	14,9	1,6%	46,9	5,5%	38,7	5,7%	2,1	0,4%
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	17,7	2,0%	22,5	2,6%	0,5	0,1%	0,8	0,1%
Pasivo Corriente	17,7	2,0%	22,5	2,6%	0,5	0,1%	0,8	0,1%
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	17,7	2,0%	22,5	2,6%	0,5	0,1%	0,8	0,1%
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	882,9	98,0%	837,6	97,4%	674,1	99,9%	542,9	99,9%
Fondo de Riesgo	882,9	98,0%	837,6	97,4%	674,1	99,9%	542,9	99,9%
Fondo de Riesgo Disponible	710,3	78,9%	551,8	64,2%	497,7	73,8%	472,1	86,8%
Fondo de Riesgo Contingente	55,9	6,2%	214,8	25,0%	241,2	35,8%	27,9	5,1%
Previsión Deudas Incobrables – Fondo de Riesgo Contingente	14,9	1,6%	46,9	5,5%	38,7	5,7%	2,1	0,4%
Rendimiento Acumulado – Fondo de Riesgo	131,6	14,6%	118,0	13,7%	-26,1	-3,9%	45,1	8,3%
Cuentas de Orden								
Deudores	7.707,8	855,9%	7.677,5	892,6%	6.967,9	1032,9%	2.959,4	544,3%
"Socios Participes" por Garantías Otorgadas	1.491,3	165,6%	1.623,4	188,7%	2.081,3	308,5%	1.469,8	270,3%
Contragarantías Recibidas de "Socios Participes"	5.849,1	649,5%	5.841,8	679,2%	4.799,2	711,4%	1.476,2	271,5%
Deudores por Garantías Afrontadas Previsionados en el 100%	279,6	31,0%	75,7	8,8%	-	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	87,8	9,8%	136,6	15,9%	87,4	13,0%	13,5	2,5%

Aval Federal SGR

	dic-20		dic-19		dic-18		dic-17	
	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	142,7	159,4%	82,7	40,5%	175,2	104,4%	110,7	118,5%
Ingresos Comerciales	141,8	158,5%	78,7	38,5%	164,7	98,1%	109,4	117,0%
Comisiones por Garantías Otorgadas	49,5	55,3%	43,0	21,1%	70,5	42,0%	60,3	64,5%
Comisiones por Administración del Fondo de Riesgo	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Comisiones - Otros	12,3	13,8%	4,8	2,3%	7,7	4,6%	3,4	3,7%
Ingresos Financieros	0,9	1,0%	4,0	2,0%	10,5	6,2%	1,4	1,5%
Otros ingresos	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Egresos Totales	140,7	157,2%	162,4	79,5%	121,7	72,5%	79,5	85,0%
Egresos Administrativos y comerciales	140,7	157,2%	162,4	79,5%	121,7	72,5%	79,5	85,0%
Remuneraciones al Personal y Cargas Sociales	1,0	1,1%	7,6	3,7%	21,2	12,6%	17,0	18,2%
Deudores Incobrables sobre Comisiones	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Otros Egresos Administrativos	1,0	1,1%	7,6	3,7%	21,2	12,6%	17,0	18,2%
Otros Egresos	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Impuestos a las ganancias	3,1	3,4%	-8,6	-4,2%	-	0,0%	-	0,0%
Resultado Neto de la SGR	-1,0	-1,2%	-71,1	-34,8%	53,5	31,9%	31,3	33,5%
Estado de Resultados del Fondo de Riesgo								
Ingresos Totales	569,2	63,2%	309,8	36,0%	322,4	47,8%	138,1	25,4%
Ingresos Financieros	569,2	63,2%	309,8	36,0%	322,4	47,8%	138,1	25,4%
Otros Ingresos	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Egresos Totales	569,2	63,2%	309,8	36,0%	14,4	2,1%	12,7	2,3%
Gastos y Comisiones Pagadas	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%
Otros Egresos	17,2	1,9%	13,1	1,5%	14,4	2,1%	12,7	2,3%
Impuestos y Tasas	-	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	4,9	0,9%
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	17,2	1,9%	13,1	1,5%	14,4	2,1%	7,7	1,4%
Retribución del Fondo de Riesgo	552,0	61,3%	296,7	34,5%	-	0,0%	-	0,0%
Resultado Neto del Fondo de Riesgo	-	0,0%	-	0,0%	308,0	45,7%	125,5	23,1%
Ratios								
I. Rentabilidad								
1. Resultado Neto de la SGR / Activos Prom. de la SGR	-0,7%		-44,5%		62,7%		117,9%	
2. Egresos / Ingresos	98,6%		196,3%		69,5%		71,8%	
3. Comisiones / Egresos	99,2%		206,4%		73,9%		72,6%	
4. Comisiones Netas de Cargos por Incobrabilidad / Egresos	100,8%		48,4%		135,3%		137,6%	
5. Egresos / Riesgo Vivo	9,6%		8,1%		7,2%		7,5%	
6. Comisiones / Riesgo Vivo	9,7%		3,9%		9,8%		10,3%	
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	0,0%		0,0%		83,4%		59,1%	
9. Rendimiento de la Inversiones / Inversiones Prom. del Fondo de Riesgo	86,3%		57,1%		166,0%		68,6%	
II. Capitalización								
1. Fondo de Riesgo Integrado / Activos Totales	83,4%		83,7%		103,8%		91,6%	
2. Riesgo Vivo / Fondo de Riesgo Integrado	198,5%		223,2%		297,2%		299,8%	
3. Apalancamiento Real (*)	185,6%		265,6%		362,4%		316,1%	
4. Aportes Brutos Ultimos 12 meses / Fondo de Riesgo Integrado Prom.	73,9%		55,1%		106,6%		65,6%	
5. Retiros Brutos Ultimos 12 meses / Fondo de Riesgo Integrado Prom.	74,0%		51,1%		41,2%		148,4%	
6. Vencimiento de Aportes a 12 meses / Fondo de Riesgo Integrado	50,2%		54,1%		42,1%		41,2%	
7. Vencimiento de Aportes a 6 meses / Fondo de Riesgo Integrado	14,7%		24,1%		4,1%		14,5%	
III. Liquidez								
1. Inversiones del Fondo de Riesgo / Riesgo Vivo	57,2%		46,1%		22,3%		34,0%	
2. Inversiones del Fondo de Rapida Realización / Riesgo Vivo	9,1%		14,9%		1,5%		5,5%	
3. Liquidez inmediata (Inversiones 90 días / Riesgo Vivo 90 días) (veces)	0,20		3,87		0,23		0,46	
4. Inversiones del Fondo en Moneda Extranjera / Riesgo Vivo en Moneda Extranjera (veces)	2,93		0,79		0,58		1,19	
IV. Calidad de activos								
1. Crecimiento de Garantías Otorgadas	-36,9%		13,9%		50,5%		100,2%	
2. Crecimiento de Riesgo Vivo	-7,2%		-22,8%		39,5%		136,6%	
3. Garantías Vencidas Vigentes Brutas / Fondo de Riesgo Integrado	7,4%		29,8%		34,5%		5,6%	
4. Provisiones / Garantías Vencidas Vigentes Brutas	26,6%		0,0%		0,0%		0,0%	
5. Garantías Vencidas Vigentes Brutas / Riesgo Vivo	3,7%		13,4%		11,6%		1,9%	
6. Garantías irregulares (sit. 3, 4 y 5) / Riesgo Vivo	9,3%		27,8%		16,9%		n.a.	
7. Garantías irregulares (sit. 3, 4 y 5) / Fondo de Riesgo Integrado	19,2%		79,1%		58,4%		0,0%	
8. Provisiones / Riesgo Vivo	1,0%		2,9%		1,9%		0,1%	
9. Total de Garantías Afrontadas / Origenación Historica	1,7%		4,2%		5,6%		2,8%	
10. Aavales Recuperados (12 meses) / Aavales Pagadas (12 meses) (%)	0,0%		n.a.		n.a.		n.a.	
11. Rate-off de Ultimos 12 meses / Fondo de Riesgo Contingente Promedio	124,7%		30,6%		0,0%		0,0%	
12. Contragarantías reales / Riesgo Vivo	135,5%		100,3%		53,8%		42,3%	

(*) 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 21 de abril de 2021, decidió **subir** la siguiente calificación de Aval Federal SGR:

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

En tanto, se decidió confirmar* la siguiente calificación:

-Calificación Nacional de Corto Plazo: **A3(arg)**

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.

La suba se fundamenta en la menor irregularidad de la SGR, producto de un mayor recupero y más exigentes políticas de originación, así como la sostenida disminución de su apalancamiento en el último año. Asimismo, se consideraron su adecuada franquicia y la sinergia con Puente Hnos S.A.

La Perspectiva Negativa sobre la Calificación de Largo Plazo de la Entidad, se encuentra en línea con la perspectiva de la industria financiera, que se sostiene por el acelerado deterioro del entorno operativo y la alta volatilidad de las variables macroeconómicas y financieras.

En general, se considera que el segmento de SGRs y Fondos de Garantía enfrenta desafíos ante un escenario que se presenta un tanto incierto, con lenta recuperación de la actividad económica. Sin embargo, FIX evalúa que el sector en general se encuentra mejor posicionado que el año previo para enfrentar los retos a partir de un menor apalancamiento y una mayor prudencia en la gestión de sus inversiones y cartera de avales.

Nuestro análisis de la situación de la entidad se basa en el balance general al 31.12.2020 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°383 (y sus modificatorias) de la SEPyme. Sin modificar su conclusión, se enfatiza que el marco contable de la Entidad no contempla la aplicación de reexpresión de los estados contables en moneda homogénea (RTs 6 y 17).

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

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.

Adicionalmente, se consideró la siguiente información pública:

- Balance General auditado al 31.12.2020, disponible en www.bolsar.info.
- Estados contables trimestrales auditados (último 30.09.2020), disponible en www.bolsar.info.

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.