

# Aval Fértil SGR

## Informe Integral

### Calificaciones

#### Nacional

Calificación de Largo Plazo: A-(arg)  
Calificación de Corto Plazo: A2(arg)

#### Perspectiva

Calificación de Largo Plazo: Estable

### Resumen Financiero

Millones	31.12.16	31.12.15
Activos USD	1.903.076	412.659
Activos (Pesos)	120.066	31.731
Patrimonio (Pesos)	119.364	31.723
Garantías Vigentes (Pesos)	130.693	22.936
Contragarantías (Pesos)	263.727	4.848
Fondo de Riesgo (Pesos)	117.630	31.447
Liquidez Inmediata	4,93	-
Apalancamiento	126,4%	72,8%

TC de Referencia del BCRA: 31/12/16:15,8502 y 31/12/15: 13,005

### Criterios relacionados

*Metodología de Calificación de Sociedades y Fondos de Garantía registrada ante la Comisión Nacional de Valores*

### Analistas

#### Analista Principal

Yesica Colman  
Analista  
(+5411) 5235-8151  
[yesica.colman@fixscr.com](mailto:yesica.colman@fixscr.com)

#### Analista Secundario

Dario Logiodice  
Director  
(+5411) 5235-8100  
[dario.logiodice@fixscr.com](mailto:dario.logiodice@fixscr.com)

#### Responsable del Sector

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

### Perfil

Aval Fértil SGR (AVFE) fue creada con el objetivo de consolidarse como un eficaz instrumento de acceso al financiamiento para la amplia red de compañías con las que el Holding Areco, su fundador y accionista, se relaciona.

### Factores relevantes de la calificación

**Cobertura de las garantías otorgadas:** Los requisitos de cobertura son el principal fundamento de la calificación asignada. A dic'16, como porcentaje del RV las operaciones comerciales que cuentan con una póliza de cobertura por parte de la Compañía de Seguros InSur S.A. representan un 45.6%, las operaciones financieras con garantía real (Hipotecas) son el 20.6% y las operaciones financieras con cobertura mediante Fideicomiso en Garantía corresponden al 15.6%. El restante de las operaciones se encuentran debidamente atomizadas en montos que no pueden superar los \$300 mil.

**Sinergia con sus principales socios comerciales:** Aval Fértil se beneficia de la sinergia comercial que le aportan sus principales Socios Protectores (Holding Areco y Tomás Hermanos). A fines de 2016, la SGR incorporó un nuevo Socio Protector BASF Argentina S.A. quien le permitiría incrementar su operatoria comercial en el corto plazo.

**Muy buena calidad de cartera:** Debido a que las operaciones que no tengan seguro o garantías reales no pueden exceder el 10% del Fondo de Riesgo (FR) y la buena cobertura de contragarantías, la SGR no posee cartera irregular y se estima que la calidad de los avales se mantendrá en saludables niveles.

**Buena composición del Fondo de Riesgo:** A dic'16 su Fondo de Riesgo (FR) ascendía a \$103.4 mill., y presentaba una elevada concentración por aportante: el primer aportante representa el 34.8% mientras que los primeros cinco Socios Protectores aportan el 92.8% del fondo a dic'16. De acuerdo con las recientes modificaciones en el marco regulatorio para el sector, los socios aportantes no podrán conservar una participación superior al 25% del fondo de riesgo. Por lo expuesto, se prevé que la entidad reducirá dicha concentración en el corto plazo.

**Muy buena liquidez:** Su liquidez es holgada debido al bajo apalancamiento y la baja morosidad del RV. El portafolio está integrado fundamentalmente por títulos públicos soberanos por un 39.7% (principalmente Lebacs y Letes), Fondos Comunes de Inversión (24.9%), títulos provinciales (15.8%), depósitos y plazos fijos (14%) y títulos de deuda privada (2.1%). A medida que la SGR aumente su volumen operado, la calificadora espera que los ratios de liquidez se ubiquen en niveles adecuados.

**Alta concentración de su cartera:** En función de la acotada escala operativa que desempeña AVFE, la SGR aún presenta concentración por sector económico (Agropecuario en un 91.9%), por tipo de producto (Cheques de Pago Diferido en un 91.4%) y por socio partícipe en donde los primeros 10 centralizan el 29.9% del RV a dic'16. FIX considera que es un desafío para la entidad incrementar su volumen de negocio así como reducir los niveles de concentración detallados.

### Sensibilidad de la calificación

**Cobertura:** En caso que la SGR realice modificaciones en su operatoria que afecten negativamente la cobertura con el seguro de crédito e hipotecas que actualmente mantiene, podrían presionar a una revisión a la baja de la calificación. Cambios en la calidad crediticia de la compañía aseguradora con la que opera la SGR también podrían afectar la calificación de AVFE.

**Sector y/o cadena relacionada:** Asimismo, la evolución de la calificación de AVFE estará directamente relacionada con la del sector en el que opera y/o con la calidad crediticia del principal accionista y/o cadena de valor que asista.

## Perfil

Aval Fértil SGR fue constituida en el año 2014 con el objetivo de potenciar los negocios del Grupo Holding Areco. El Grupo, que pertenece a capital nacional, inicio sus actividades en 1981 como una firma distribuidora de insumos para el agro que se instaló en Carmen de Areco y con el tiempo logro diversificar sus negocios y expandirse geográficamente. De esta forma, actualmente cuenta con varias unidades de negocio: distribución de agroquímicos, semillas, fertilizantes, acopio, producción y clasificación de semillas, ganadería y producción de cultivos especiales para la exportación.

AVFE 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. La Ley N°24.467, establece que el capital social de las SGR no podrá contar con una participación mayor al 50% de sus socios protectores y mayor al 5% de cada uno de sus partícipes. De acuerdo con las recientes modificaciones en el marco regulatorio para el sector, los socios aportantes podrán efectuar reimposiciones o nuevos aportes siempre y cuando su participación en el fondo de riesgo no supere el 25%. Por lo expuesto, se prevé que la entidad reducirá dicha concentración en el corto plazo.

En cuanto a la constitución del capital de AVFE, el 50% pertenece a los socios partícipes (Clase A) y el 50% a los protectores (Clase B). Holding Areco tenía a dic'16 la totalidad de las acciones Clase B, mientras que la cantidad de socios partícipes a esa fecha era de aproximadamente 163, de los cuáles 74 se encontraban activos. El objetivo de AVFE consiste en continuar acompañando a sus socios protectores en la cadena de valor, asistiendo a las pymes partícipes con volúmenes operativos crecientes.

El Grupo cuenta con 5 unidades de negocio, con una integración vertical en su estrategia. Las principales empresas del Grupo y sus actividades son: Petroagro, Special Grains y Areco Semillas. La facturación del Grupo correspondiente al ejercicio 2015/2016 alcanzó los USD 45 millones, de los cuales el 59% fue generado por Petroagro y el restante 41% por Areco Semillas.

## Gobierno Corporativo

AVFE funciona bajo un esquema organizacional reducido y descentralizado. El organigrama de la SGR describe que existen 4 áreas que reportan al Gerente General: Operaciones, Créditos y Legales, Atención al cliente y Contable. Posee una adecuada estructura organizacional, a pesar de que su dotación aun es reducida debido a: la acotada escala de negocio de la compañía, los servicios tercerizados (sistemas, administración de inversiones y análisis de crédito), y que el desarrollo de sus negocios se basa en la red comercial de las empresas relacionadas. La auditoría externa de la sociedad es llevada a cabo por Bertora y Asociados SRL.

Asimismo, el Comité de Créditos se encuentra presidido en su totalidad por 4 representantes: a) Créditos y Legales; b) Finanzas, c) Gerente Comercial de Areco Semillas, y d) Presidente de Holding Areco (HA).

AVFE actualmente cuenta con un sistema de administración contable y un software de gestión integral adquirido que le permite acceder a información parametrizada relevante para la administración de la compañía. AVFE posee su propia estructura para la administración y gestión de sus operaciones. Por otra parte, sus políticas de protección y respaldo de la información se consideran adecuadas.

En opinión de FIX, la administración de AVFE se realiza de manera profesional, y sus empleados cuentan con suficiente experiencia en esta operatoria de negocios. En particular, el conocimiento de las problemáticas de las pequeñas y medianas empresas del sector y la sinergia con el Grupo, hacen que el análisis de riesgos y el control del ciclo de pagos de los socios partícipes sean efectivos.

## Estrategia de Negocio

AVFE es una sociedad de nicho ligada al sector agropecuario. La SGR actúa financiando a las cadenas de valor de sus principales socios protectores quienes son los generadores de las operaciones comerciales de AVFE: Holding Areco, Tomás Hermanos y en el corto plazo BASF Argentina. Por tal motivo, no se espera un crecimiento significativo en la participación de mercado de la entidad. Sin embargo, se destaca como ventaja competitiva de la compañía su estrategia de “conocimiento territorial” y vínculo comercial entre el deudor de la garantía y los principales socios aportantes.

La política comercial de Aval Fértil SGR se apalanca operativamente sobre la red comercial de sus socios protectores. El objetivo de la entidad es mejorar el acceso al financiamiento de las cadenas de valor de los grupos corporativos con los que se encuentra asociada.

A dic'16, AVFE cuenta con 74 socios partícipes con garantías vigentes. Con la incorporación de BASF Argentina como socio protector y aliado comercial dentro de su esquema de negocio, la SGR planea ampliar su base de socios partícipes mediante la penetración dentro de su cadena de valor, lo que le permitiría incrementar sus operaciones comerciales, así como también el FR.

## Administración de activos

El proceso de otorgamiento de avales está reglamentado mediante un manual de procedimiento y es importante detallar las particularidades relacionadas con la política de otorgamiento de las garantías que posee AVFE y sus coberturas.

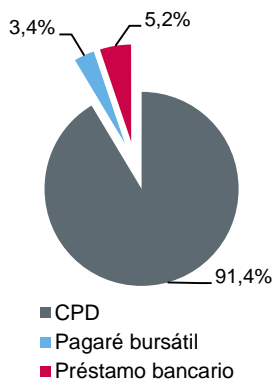
En este sentido, los socios protectores y/o terceros vinculados a la SGR podrán presentar clientes que provengan de su cadena comercial como socios partícipes de la SGR. Para esto cada uno de ellos firmará una fianza general a favor de la SGR como garantía sobre la totalidad de las posibles contingencias de los socios presentados. Estos socios serán identificados como referidos. A su vez, el límite de crédito para éstos estará definido por el valor de cobertura (vigente al momento de realizar la operación) para este cliente, definido por la Compañía de Seguros Insur S.A., en la póliza del socio protector/tercero. Una vez verificada la línea de crédito y que la misma se encuentre vigente, el responsable de créditos autorizará la operación, cuando se trata de montos hasta \$1.5 millones de clientes referidos.

De esta forma, si el socio participe no efectúa el pago, lo realizaría el socio protector que lo avala, el cual además cuenta con un seguro de crédito con la Compañía InSur. El Grupo ya viene operando con InSur y en el último año el monto de siniestros declarados ascendió a USD 10.000 (representado en 2 casos), sobre una venta de USD 10 mill. anual.

Cabe señalar que Compañía de Seguros InSur S.A. es una compañía de Seguros de Crédito y Caución, filial de Compañía de Seguros de Crédito Continental S.A. líder chilena en este tipo de seguros. Ambas forman parte del Grupo Atradius, uno de los aseguradores de crédito más grandes del mundo. InSur es una filial de Compañía de Seguros de Crédito Continental S.A. (calificada en AA-(cl) con perspectiva estable por Fitch Chile). La vinculación con sus accionistas se manifiesta en términos de integración estratégica, participación en las decisiones y soporte técnico. En éste sentido, FIX considera que existe capacidad y disposición por parte de los accionistas de apoyar patrimonialmente la operación de InSur en caso de ser requerido.

De acuerdo a la documentación analizada, el asegurado provee información detallada de sus clientes y la compañía de seguros efectúa un análisis crediticio, en donde se fija un límite de crédito y las condiciones a tener en cuenta para proceder con la cobertura. Asimismo, existe una cláusula de cesión, donde el asegurado permite que Aval Fértil SGR acceda a los beneficios de la póliza, por lo que el Broker designado (Makelaar) puede redireccionar el cobro del siniestro directamente a la SGR.

Riesgo Vivo por Producto



Fuente: Aval Fértil SGR

De acuerdo con el manual de procedimientos de la SGR, el resto de las operaciones de AVFE no puede superar el 10% del FR integrado, situación que acota considerablemente el riesgo de la cartera. Para cadenas externas, la compañía prevé una línea de avales de hasta \$6MM exigiendo una atomización por montos de hasta \$300 mil.

Para las operaciones financieras a sola firma de hasta \$300 mil provenientes de socios del Holding Areco, la entidad solicita fianza como garantía al socio partícipe y sus cónyuges. Para el análisis interviene también el analista y responsable de créditos. Para las operaciones financieras a sola firma de montos mayores a \$300 mil, la entidad opera con un Fideicomiso en Garantía en donde los socios partícipes (fiduciantes) ceden al fiduciario (AVFE Fiduciaria S.A.) la propiedad fiduciaria de determinados bienes tales como sementeras, cereal acopiado y hacienda, siendo la SGR la beneficiaria del fideicomiso.

Por su parte, para las transacciones con garantía hasta \$1.5 millones, intervienen el analista de créditos, el responsable de crédito y el gerente financiero, y para montos superiores interviene el comité ejecutivo. Cabe señalar que en el caso de que el cliente posea cereal entregado, el valor del mismo determinara el límite del crédito a asignar. El cliente deberá firmar una orden de venta de granos como garantía a favor de la SGR. Por su parte, para las restantes transacciones, se efectuara un análisis financiero profundo y se determinara el límite del crédito por cliente, y –de acuerdo a lo manifestado en el manual de procedimientos- se tomarían garantías reales de elevada calidad, tales como hipoteca (aforada en un 30% para respaldar el límite de crédito), warrants, y certificados de depósito entre otros.

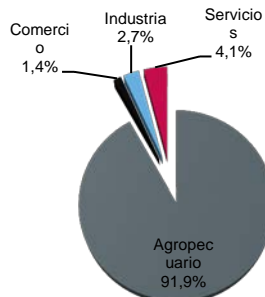
Adicionalmente, el comité de créditos se reúne mensualmente a efectos de informarse de las altas y bajas de socios partícipes/ protectores, aumentos de límites, garantías otorgadas, etc. Y se reunirá extraordinariamente para dar tratamiento a los avales superiores a \$1.5 millones detallados en el párrafo precedente.

En materia de contragarantías, las mismas dependen del tipo de operación, a saber:

- a) Operaciones comerciales con HA: la contragarantía corresponde a póliza de INSUR
- b) Operaciones comerciales con Tomas Hnos.: las contragarantías solicitadas son póliza de INSUR más Fianza de TH.
- c) Operaciones con garantía real: las contragarantías solicitadas son hipotecarias y/o prendarias.
- d) Operaciones a través de Fideicomiso de Garantía: la contragarantía que respalda el aval es la cesión de contratos.
- e) Operaciones por hasta \$300 mil: la contragarantía involucrada corresponde a fianza de socio (para el caso de Personas Jurídicas) o de un tercero y/o cónyuge (para el caso de Personas Físicas).
- f) Operaciones con cadenas con calificación BBB+: la contragarantía solicitada responde a fianza.
- g) Operaciones con BASF Argentina: en éste caso, BASF ante una cesación de pago responde con su participación dentro del rendimiento de la SGR. El límite de crédito para cada avalado se basa en un análisis crediticio con estándares internacionales.

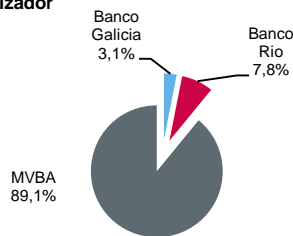
A la fecha de análisis, como porcentaje del RV las operaciones comerciales que cuentan con una póliza de cobertura por parte de la Compañía de Seguros InSur S.A. representan un 45.6%, las operaciones financieras con garantía real (Hipotecas) son el 20.6% y las operaciones financieras con cobertura mediante Fideicomiso en Garantía corresponden al 15.6%. El restante de las operaciones se encuentran debidamente atomizadas en montos que no pueden superar los \$300 mil.

## RV por sector



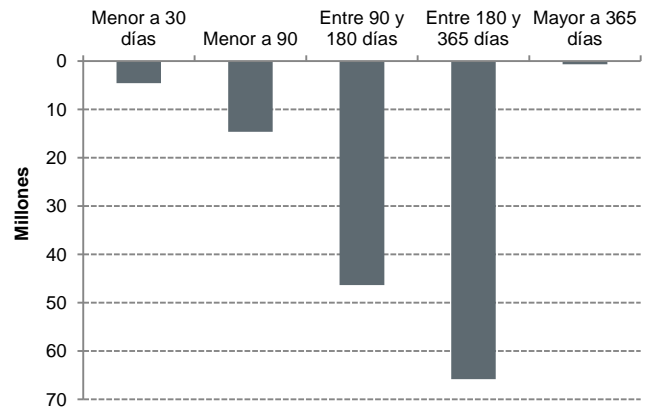
Fuente: Aval Fértil SGR

## Riesgo Vivo Por Agente Monetizador



Fuente: Aval Fértil SGR

Debido a que la sociedad se encuentra en etapa de expansión, a dic'16 el riesgo vivo de la SGR registra un crecimiento del 470% con respecto a dic'15 (\$130.7 mill a dic'16 vs \$22.9 mill a dic'15), demostrando el acentuado ascenso en el volumen de avales otorgados en un marco de explotación de sinergias comerciales con sus principales socios protectores. Sin embargo, el riesgo vivo continúa mostrando una elevada concentración por producto, siendo que a dic'16 los avales sobre Cheques de Pago Diferido representan el 91.4% del RV. Asimismo se puede observar que el 14.5% de los avales tiene vencimiento menor a los 90 días, mientras que un 85% se concentra en vencimientos entre los 90 días a 365 días.



Fuente: Aval Fértil SGR

Adicionalmente, debido al acotado volumen de negocio el RV muestra una concentración por localización geográfica (Pcia. de Buenos Aires con el 94.6%), por Agente Monetizador (89.1% en Mercado de Valores de Buenos Aires) y por sector económico (Agropecuario con el 91.9%).

Respecto a la distribución por avales, la cartera de encuentra relativamente concentrada en los primero 10 socios partícipes el 29.9% del RV a dic'16, y la garantía promedio asciende a \$273 mil.

Debido a la política crediticia y de cobertura llevada a cabo por AVFE, la entidad no presenta cartera irregular, motivo por el cual la entidad no conforma provisiones.

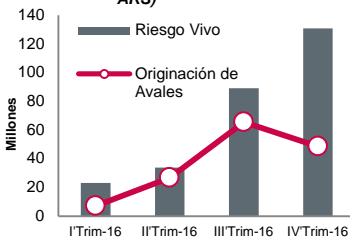
A dic'16 AVFE poseían un 8.6% de garantías vigentes en moneda extranjera, mientras que el 34.4% de las inversiones se encontraban nominadas en dicha moneda.

## Inversiones

En AVFE SGR, la administración de las inversiones del FR esta tercerizada en SBS Trading S.A., que cuenta con experiencia en el mercado de capitales y la admiración de carteras y activos financieros, y a su vez es uno de los socios protectores. La política de inversiones es revisada al menos con una periodicidad mensual. Actualmente, y en función de las opciones que brinda el mercado, AVAL Fértil SGR tiene como filosofía de inversión mantener una cartera conservadora bajo las siguientes premisas:

- Una porción importante de su cartera en productos con liquidez y amplia profundidad de mercado para hacer frente a las obligaciones que pudieran surgir por parte de la SGR.
- Bajo nivel de riesgo crediticio de los productos, es decir un balance entre productos emitidos por el estado nacional (pesos y dólares) o estados provinciales y municipales (productos en pesos principalmente) y bonos corporativos. La calificación de riesgo mínima requerida tanto para las inversiones en títulos sub-soberanos (Provinciales y Municipales) como para títulos corporativos o fideicomisos Financieros es "A-" en escala local de largo plazo o "A2" de corto plazo otorgada por alguna calificador internacional
- Productos de liquidez como fondos comunes de inversión de las familias ahorro y renta fija con liquidación entre 24 y 72hs de rescate.

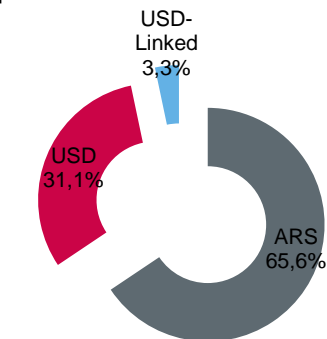
## Evolucion de los avales (en mill de ARS)



Fuente: Aval Fértil SGR



## Cartera de inversiones por tipo de moneda

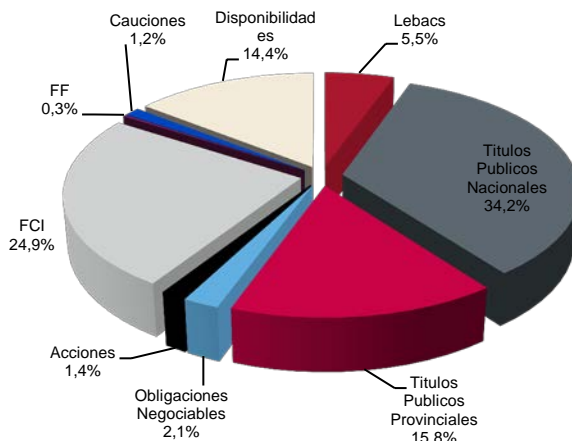


Fuente: Aval Fértil SGR

La cartera de inversiones, que se detalla en el gráfico adjunto, asciende a \$117.4 millones a dic'16 y su composición revela que el 65.6% de las inversiones está nominado en pesos, mientras que un 34.4% se encuentra nominada en USD (incluidos los instrumentos dólar-linked). Hacia delante, la política de la compañía consiste en incrementar la participación dentro de su cartera de inversiones en instrumentos nominados en moneda extranjera, alcanzando una paridad con la moneda local.

A dic'16, la cartera estaba compuesta por títulos públicos por un 34.2%, fondos comunes de inversión por un 24.9%, títulos provinciales por un 15.8%, disponibilidades por un 14.4%, Lebac's por un 5.5%, obligaciones negociables por un 2.1%, acciones por un 1.4%, cauciones por un 1.2% y fideicomisos financieros por un 0.3%. El 82.9% de la cartera se encuentra posicionada en instrumentos de renta fija, mientras que un 1.4% en instrumentos de renta variable.

## Cartera de Inversiones



Fuente: Aval Fértil SGR

Los activos con mayor liquidez (disponibilidades + FCI- money market + (t+1) + Lebac's) representan el 37.5% del riesgo vivo, mientras que si se consideran los títulos públicos con elevado mercado secundario dicho ratio se eleva al 68.3%, nivel considerado bueno para las características de la SGR producto del escaso apalancamiento de la sociedad.

Los avales que vencen a 30 días a dic'16 representan el 3.4% del riesgo vivo. Asimismo se observa que las inversiones a 180 días cubren holgadamente a los avales menores a 180 días.

FIX considera que la política de inversiones de la sociedad es conservadora y se espera que, en función de los lineamientos impuestos, la SGR mantenga buenos índices de liquidez.

## Desempeño Financiero

Se visualiza una creciente mejora en el desempeño de AVFE, en un marco continuo de incremento en su escala de negocios y estrategia comercial, que le han permitido lograr ganancias de eficiencia en su operatoria producto del mayor flujo de comisiones cobrado y derivado del incremento progresivo en los avales otorgados. A dic'16 los ingresos por comisiones cubrían 1.62 veces los costos operativos y al mismo tiempo representan el 6.2% del riesgo vivo.

<b>Adecuado desempeño histórico (%)</b>	<b>mar-16</b>	<b>jun-16</b>	<b>sep-16</b>	<b>dic-16</b>
Resultado SGR / Activo neto del FR	31,7%	5,9%	215,0%	110,8%
Gastos de Adm. / (Comisiones + Rdo. Financiero y por Tenencia)	30,4%	26,7%	13,0%	18,3%
Comisiones / Riesgo Vivo	4,7%	6,3%	13,9%	6,2%
Comisiones / Gastos de Administración	85,1%	105,2%	322,4%	162,4%
Ganancias de inversiones / Activos Totales (prom.)	17,9%	22,2%	22,8%	21,4%

Fuente: FIX con base en datos provistos por Aval Fértil SGR

Hacia dic'16 AVFE SGR exhibe una utilidad de \$1.3 mill., valor que se explica por los buenos resultados financieros alcanzados y el incremento de los avales otorgados.

## Solvencia

El FR está integrado por: el aporte de los socios protectores, los rendimientos de la inversión del propio Fondo de Riesgo, el pago o recupero de las garantías, y las asignaciones de los resultados de la sociedad, entre otros. Su función es la de cubrir las garantías otorgadas a los socios partícipes. En el caso de AVFE, el FR autorizado es de \$120 millones, y la entidad disponía hasta marzo de 2017 para integrar ese monto. A dic'16 su Fondo de Riesgo (FR) ascendía a \$103.4 mill., mientras que de acuerdo con lo informado por AVFE a la fecha de confección del presente informe el FR se encontraba totalmente integrado.

Actualmente la composición del FR por aportante se encuentra concentrada en 11 socios y entre los principales se distinguen los siguientes: Tomás Hnos. S.A. (34.8%), Corven Motors S.A. (19.3%), Petroagro (14.5%), BASF Argentina (14.5%), SBS Trading S.A. (9.7%) y Otros (7.2%). Con el ingreso de BASF Argentina, que cuenta con una cadena de valor asociada, incrementaría las operaciones de la SGR.

<b>Adecuada Estructura Patrimonial y Liquidez (%)</b>	<i>mar-16</i>	<i>jun-16</i>	<i>sep-16</i>	<i>dic-16</i>
Patrimonio Neto / Activos Totales	92,8%	97,0%	98,8%	99,4%
Patrimonio / Garantías Netas de Previsiones	147,3%	154,5%	106,2%	91,3%
Fondo de Riesgo / Activos Totales	92,4%	96,2%	96,5%	98,0%
Garantías Emitidas Vigentes / Fondo de Riesgo	68,2%	65,3%	96,5%	111,1%
Activos líquidos / Riesgo Vivo	146,5%	153,2%	103,9%	89,9%

Fuente: FIX con base en datos provistos por Aval Fértil SGR

De acuerdo a la normativa vigente, el FR puede aumentarse cuando el grado de utilización del mismo alcance el 250% en los últimos tres meses, el 200% en los últimos 6 meses, o el 160% en los 12 meses anteriores a la solicitud de ampliación. Además, los socios protectores podrán efectuar reimposiciones o nuevos aportes cuando la utilización del fondo no sea inferior al 110% durante el plazo mínimo de permanencia. En el caso de AVFE SGR, no se esperan incrementos adicionales en el corto plazo.

A dic'16 las garantías emitidas sobre el FR disponible es de 1.1 veces (0.7 veces a dic'15). El patrimonio neto de la entidad se incrementó en un 276% con respecto a dic'15 como resultado del incremento del FR y los resultados acumulados y representa el 91.3% del riesgo vivo.

## Anexo I

### Aval Fértil SGR

#### Estado Patrimonial

	dic-16		sep-16		jun-16		mar-16	
	6 meses	Como % de	3 meses	Como % de	Anual	Como % de	9 meses	Como % de
	Miles \$	Activos	Miles \$	Activos	Miles \$	Activos	Miles \$	Activos
<b>A. ACTIVO RENTABLES</b>								
1. Caja y Bancos	112	0,1%	421	0,4%	173	0,3%	13	0,0%
2. Inversiones en Fondo de Riesgo	117.411	97,8%	92.104	96,2%	51.752	95,8%	33.786	92,3%
<b>TOTAL A</b>	<b>117.523</b>	<b>97,9%</b>	<b>92.525</b>	<b>96,7%</b>	<b>51.925</b>	<b>96,2%</b>	<b>33.798</b>	<b>92,3%</b>
<b>B. OTROS ACTIVOS RENTABLES</b>								
1. Créditos	1.463	1,2%	1.902	2,0%	592	1,1%	1.154	3,2%
2. Inversiones	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
3. (Previsiones)	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
<b>TOTAL B</b>	<b>1.463</b>	<b>1,2%</b>	<b>1.902</b>	<b>2,0%</b>	<b>592</b>	<b>1,1%</b>	<b>1.154</b>	<b>3,2%</b>
<b>TOTAL ACTIVOS RENTABLES (A+B)</b>	<b>118.986</b>	<b>99,1%</b>	<b>94.427</b>	<b>98,7%</b>	<b>52.517</b>	<b>97,3%</b>	<b>34.952</b>	<b>95,5%</b>
<b>D. ACTIVOS FIJOS</b>	<b>12</b>	<b>0,0%</b>	<b>16</b>	<b>0,0%</b>	<b>137</b>	<b>0,3%</b>	<b>141</b>	<b>0,4%</b>
<b>E. ACTIVOS NO RENTABLES</b>								
1. Caja	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
2. Otros	1.068	0,9%	1.266	1,3%	1.347	2,5%	1.515	4,1%
<b>F. TOTAL DE ACTIVOS</b>	<b>120.066</b>	<b>100,0%</b>	<b>95.709</b>	<b>100,0%</b>	<b>54.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>36.608</b>	<b>100,0%</b>
<b>G. DEPOSITOS Y FONDEO DE CORTO PLAZO</b>								
1. Deuda Financiera	0	0,0%	0	0,0%	17	0,0%	0	0,0%
<b>TOTAL G</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>	<b>17</b>	<b>0,0%</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>
<b>H. OTRO FONDEO</b>								
1. Cuentas a Pagar	226	0,2%	688	0,7%	1.500	2,8%	2.598	7,1%
2. Deudas Fiscales	211	0,2%	332	0,3%	13	0,0%	28	0,1%
3. Otros	265	0,2%	127	0,1%	95	0,2%	14	0,0%
<b>I. OTROS (que no devengan interés)</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>
<b>J. PREVISIONES PARA GARANTIAS OTORGADAS INCOBRABLES</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>
<b>K. OTRAS PREVISIONES</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>
<b>L. PATRIMONIO</b>	<b>119.364</b>	<b>99,4%</b>	<b>94.562</b>	<b>98,8%</b>	<b>52.376</b>	<b>97,0%</b>	<b>33.969</b>	<b>92,8%</b>
<b>M. TOTAL PASIVO &amp; PATRIMONIO</b>	<b>120.066</b>	<b>100,0%</b>	<b>95.709</b>	<b>100,0%</b>	<b>54.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>36.608</b>	<b>100,0%</b>
<b>CUENTAS DE ORDEN</b>								
Garantías Emitidas	130.693	108,9%	89.049	93,0%	33.903	62,8%	23.065	63,0%
Garantías Recibidas	263.727	219,7%	110.909	115,9%	48.267	89,4%	0	0,0%
<b>FONDO DE RIESGO</b>								
Fondo de Riesgo Disponible	103.400	86,1%	82.950	86,7%	46.500	86,1%	31.500	86,0%
Fondo de Riesgo Contingente	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Rendimiento	14.230	23,7%	9.369	39,2%	5.454	10,1%	2.309	8,4%



## Aval Fértil SGR

### Estado de Resultados

	dic-16		sep-16		jun-16		mar-16	
	6 meses	Como % de	3 meses	Como % de	Anual	Como % de	9 meses	Como % de
	Miles \$	ct. Rentable	Miles \$	ct. Rentable	Miles \$	ct. Rentable	Miles \$	ct. Rentable
<b>Resultado de las operaciones de la SGR</b>								
Comisión por certificados de garantías	4.056	6,8%	3.084	13,1%	2.130	4,1%	806	3,1%
Gastos de administración	-2.498	-4,2%	-957	-4,1%	-2.025	-3,9%	-947	-3,6%
Gastos en personal	-1.046	-1,8%	-344	-1,5%	-287	-0,5%	-114	-0,4%
Incobrabilidad de créditos por garantías	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Resultados financieros y por tenencia	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Otros ingresos y egresos	0	0,0%	0	0,0%	75	0,1%	806	3,1%
Impuesto a las ganancias	-209	-0,4%	-305	-1,3%	-59	-0,1%	0	0,0%
<b>Resultado neto de la SGR</b>	<b>1.349</b>	<b>2,3%</b>	<b>1.822</b>	<b>7,7%</b>	<b>121</b>	<b>0,2%</b>	<b>665</b>	<b>2,5%</b>
<b>Resultado del Fondo de Riesgo</b>								
Resultados financieros y por tenencia	9.605	16,1%	4.267	18,1%	5.454	10,4%	2.309	8,8%
Incobrabilidad de créditos por garantías	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Otros ingresos y egresos netos	-828	-1,4%	-352	-1,5%	-5.454	-10,4%	-2.309	-8,8%
<b>Resultado neto del FR</b>	<b>8.776</b>	<b>14,8%</b>	<b>3.914</b>	<b>16,6%</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>
<b>Ganancia del periodo</b>	<b>10.125</b>	<b>17,0%</b>	<b>5.736</b>	<b>24,3%</b>	<b>121</b>	<b>0,2%</b>	<b>665</b>	<b>2,5%</b>
Absorción por parte del Fondo de Riesgo	8.776	14,8%	3.914	16,6%	0	0,0%	0	0,0%
<b>Resultado neto del periodo</b>	<b>1.349</b>	<b>2,3%</b>	<b>1.822</b>	<b>7,7%</b>	<b>121</b>	<b>0,2%</b>	<b>665</b>	<b>2,5%</b>

## Aval Fértil SGR

### Ratios

	dic-16	sep-16	jun-16	mar-16
	6 meses	3 meses	Anual	9 meses
<b>I. RENTABILIDAD</b>				
1. Resultado Neto / Patrimonio (prom.)	22,81%	31,23%	0,51%	5,35%
2. Resultado Neto / Activos (prom.)	22,52%	30,65%	0,49%	5,15%
3. Resultado SGR / Activo neto del FR	110,78%	214,97%	5,93%	31,70%
4. Gastos de Adm. / (Comisiones + Rdo. Financiero y por Tenencia)	18,29%	13,01%	26,70%	30,40%
5. Comisiones / Gastos de Administración	162,37%	322,39%	105,20%	85,12%
6. Comisiones / Riesgo Vivo	6,21%	13,85%	6,28%	4,66%
7. Cargos por provisiones / Resultado de Ejercicio	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
8. Ganancias de inversiones / Activos Totales (prom.)	21,36%	22,80%	22,18%	17,87%
9. Rendimiento del FR neto de provisiones / FR Prom.	0,00%	-0,07%	-0,23%	-0,33%
<b>II. CAPITALIZACION</b>				
1. Patrimonio Neto / Activos Totales	99,41%	98,80%	96,99%	92,79%
2. Patrimonio / Garantías Netas de Provisiones	91,33%	106,19%	154,49%	147,27%
3. Fondo de Riesgo / Activos Totales	97,97%	96,46%	96,21%	92,36%
4. Garantías Emitidas Vigentes / Fondo de Riesgo (veces)	111,10%	96,46%	65,25%	68,22%
5. Apalancamiento Real (*)	126,40%	107,35%	72,91%	73,22%
6. Distribución de Rendimiento (12 meses) / Rendimiento (12 meses)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
7. Capitalización del Rendimiento (12 meses) / FR Prom.	0,00%	-0,07%	-0,23%	-0,33%
8. Aportes Netos de Retiros de 12 meses / FR Prom.	208,62%	205,10%	475,64%	386,17%
<b>III. LIQUIDEZ</b>				
1. Activos líquidos / Riesgo Vivo	89,92%	103,90%	153,16%	146,54%
2. Cace en moneda extranjera (Inversiones / Riesgo Vivo) (veces)	-	-	-	-
3. Liquidez inmediata (Inversiones 90ds / Riesgo Vivo 90ds) (veces)	4,93	-	-	-
<b>IV. CALIDAD DE ACTIVOS</b>				
1. Crecimiento de Garantías Otorgadas	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
2. Crecimiento de Riesgo Vivo	469,81%	0,00%	0,00%	0,00%
3. Garantías irregulares / Patrimonio + Provisiones	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
4. Garantías irregulares / Riesgo Vivo	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
5. Provisiones / Riesgo Vivo	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
6. Garantías irregulares - Provisiones / Patrimonio	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
7. Cargos por incobrabilidad / Resultado Neto del FR	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
8. Provisiones / Garantías irregulares	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
9. Avals Recuperados (12 meses) / Avals Pagadas (12 meses) (%)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
10. Mora Trimestral (%)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
11. Mora Histórica (%)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
12. Contragarantías / Garantías emitidas	201,79%	124,55%	142,37%	0,00%
13. Contragarantías reales / Garantías Emitidas	28,15%	20,02%	37,61%	0,00%

## Anexo II

### Dictamen

El consejo de calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACION DE RIESGO "afiliada de Fitch Ratings" - Reg. CNV N°9 (en adelante FIX) reunido el 02 de mayo de 2017, ha decidido **confirmar\*** las siguientes calificaciones de **Aval Fértil SGR**:

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

- Calificación Nacional de Corto Plazo: **Categoría A2(arg)**.

**Categoría A(arg)**: "A" nacional implica una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de repago en tiempo y forma en un grado mayor que para aquellas obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

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

**Categoría A2(arg)**: Indica una satisfactoria capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Sin embargo, el margen de seguridad no es tan elevado como en la categoría superior.

La calificación de Aval Fértil SGR se fundamenta en la cobertura que tendrán los avales otorgados, mediante garantías reales o seguros de crédito, por al menos el 90% del Fondo Riesgo integrado. Adicionalmente, se considera la sinergia comercial y operativa con el Holding Areco y el resto de los socios protectores, así como su calidad crediticia, el plan de negocios de la SGR y la concentración sectorial, regional y por producto que registran las garantías otorgadas.

Las calificaciones aquí tratadas fueron revisadas incluyendo los requerimientos del artículo 38 (Titulo IX – Agentes de Calificación de Riesgos, Capítulo I) de las Normas Técnicas CNV 2013 Texto Ordenado.

Nuestro análisis de la situación de la entidad se basa sobre los estados contables al 31.06.2016 de Aval Fértil SGR auditados por Norma Dragonetti, quien manifiesta en su opinión que los mismos presentan razonablemente, en todos sus aspectos significativos, la situación patrimonial de la entidad, así como sus resultados, la evolución del patrimonio neto y el flujo de su efectivo correspondiente al ejercicio económico finalizado en esa fecha, de conformidad con las normas contables profesionales argentinas

Asimismo, se consideraron los estados contables intermedios al 31.12.2016 de Aval Fértil SGR, auditados por Bertora y Asociados SRL, en donde se expresa que en nada llamo su atención que le hiciera pensar que los mismos no están presentados en forma razonable, en todos sus aspectos significativos, de acuerdo a las normas contables profesionales argentinas.

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

### Fuentes de información

La información suministrada para el análisis se considera adecuada y suficiente. El emisor ha procurado entre otra, la siguiente información:

- Estados contables trimestrales (último 31.12.2016), disponible en [www.bolsar.com](http://www.bolsar.com)
- Balance General auditado al 30.06.2016, disponible en [www.bolsar.com](http://www.bolsar.com)

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

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE:

[HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

**Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de la calificación.**

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

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