

## Aval Fértil SGR

### Informe Integral

#### Calificaciones

##### Nacional

Calificación de Largo Plazo: BBB+(arg)  
Calificación de Corto Plazo: A2(arg)

#### Perspectiva

Calificación de Largo Plazo: Estable

#### Resumen Financiero

Millones	31/12/2017	31/12/2016
Activos USD	6.935	7.575
Activos (Pesos)	130.205	120.066
Patrimonio (Pesos)	127.804	119.364
Garantías Vigentes (Pesos)	477.725	130.693
Contragarantías (Pesos)	1173.509	263.727
Fondo de Riesgo (Pesos)	114.750	103.400
Liquidez Inmediata	8,45	4,93
Apalancamiento	416,32%	126,40%

TC de Referencia del BCRA: 31/12/2017: 18,7742 y 31/12/16: 15,8502

#### 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

**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) y BASF Argentina S.A. quien ingresó como aportante a fines de 2016, aunque aún no provee una parte significativa del RV a través de su cadena de valor.

**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. FIX monitoreará la evolución en la calidad de la cartera en función de la nueva política crediticia.

**Cobertura de las garantías otorgadas:** A dic'17, las operaciones comerciales que cuentan con una póliza de cobertura por parte de la Compañía de Seguros InSur S.A. representan un 13.5% del RV, las operaciones financieras con garantía real (Hipotecas) son el 22% y las operaciones financieras con cobertura a través de Fideicomiso en Garantía corresponden al 4.8%. El restante de las operaciones se encuentran atomizadas en montos que, por política de la sociedad, no pueden superar los \$500 mil por librador o en riesgos de contraparte superior a BBB(arg). Asimismo, las operaciones con socios partícipes referidos y avalados por Tomás Hnos, uno de sus principales socios protectores, asciende al 16.2% del RV.

**Apropiada composición del Fondo de Riesgo:** A dic'17 su Fondo de Riesgo (FR) ascendía a \$114.7 mill., y presentaba una elevada concentración por aportante: el primer aportante representa el 31.4% mientras que los primeros cinco Socios Protectores aportan el 74.9% del fondo a dic'17. Se prevé que la entidad continuará reduciendo dicha concentración en el mediano plazo, dando cumplimiento con la normativa vigente.

**Buena liquidez:** Su liquidez es buena debido al bajo apalancamiento y la buena calidad de la cartera. El portafolio está integrado, principalmente, por títulos públicos soberanos por un 31.2%, Fondos Comunes de Inversión (24.6%), Lebacs (21.8%), plazos fijos (13.7%) y fideicomisos financieros (4.9%). Sin embargo, si se consideran las inversiones en moneda extranjera las mismas representan el 32.4% de los avales otorgados en la misma moneda, cobertura que resultada acotada y expuesta a una devaluación del tipo de cambio pero que se encuentra mitigada por la elevada liquidez.

**Mayor diversificación:** En sus inicios, la SGR mostró concentración de su RV hacia el sector agropecuario, sin embargo a dic'17 AVFE logró una mayor atomización por sector al que asiste, disminuyendo la ponderación del agropecuario (46.6% a dic'17 vs 90.9% a dic'16), por tipo de producto, en donde los avales sobre Cheques de Pago Diferido redujeron su participación sobre el RV, y por socio partícipe en donde los primeros 10 centralizan el 13.3% del RV a dic'17 (vs 29.9% a dic'16). FIX considera que es un desafío para la entidad incrementar su volumen de negocio para continuar con el proceso de diversificación.

#### Sensibilidad de la calificación

**Deterioro del sector, accionistas y desempeño:** En caso de un deterioro severo en el sector al que asiste, que se refleje en su desempeño y/o un deterioro en la calidad de sus inversiones o de sus principales accionistas podría provocar presiones a la baja en la calificación de la sociedad.

**Diversificación y volumen de negocios:** Un crecimiento significativo del volumen de negocios a partir de una mayor diversificación de las cadenas de valor a las cuales asiste, conservando adecuados niveles de apalancamiento y calidad de avales podría llevar a revisión de las calificaciones de la entidad.

## 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.

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 a datos de may'17 alcanzó los USD 56 millones, de los cuales el 37.4% fue generado por Petroagro, el 49.3% por Areco Semillas, Special Grains por un 12.3% y Aval Fértil en un 0.8%.

De acuerdo con la información obtenida de la Subsecretaría de Financiamiento de la Producción (ex SEPYME) al 31.12.17, AVFE alcanza una participación de mercado de 1.5% del total de garantías otorgadas (vs 0.8% a dic'16). A la fecha de análisis, la sociedad contaba con 201 Socios Partícipes activos y 15 Socios Protectores.

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'17 la totalidad de las acciones Clase B, mientras que la totalidad de las acciones Clase A se encontraba distribuida en la totalidad de los socios partícipes 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.

De acuerdo a la normativa vigente, la participación de los Socios Protectores no puede exceder el 50% del capital social y la de cada socio protector no puede poseer más del 25% del Fondo de Riesgo Autorizado. Asimismo se establece como límite en la emisión de garantías a un mismo socio partícipe el 5% del FR y no se permite asignar a un mismo acreedor, con excepción de las instituciones públicas, obligaciones que impliquen más del 25% del FR. Finalmente, el total de garantías otorgadas no podrá superar cuatro veces el importe del FR.

La Subsecretaría de Financiamiento de la Producción, dependiente del Ministerio de Producción, dispuso establecer a partir del 1 de abril, nuevos ponderadores de garantías, en función del tamaño de empresa, para aumentar el grado de utilización de los Fondos de Riesgo del sistema de SGR's. FIX espera que dichas modificaciones promuevan un mayor volumen de avales a MiPyMes, materializado en un mayor apalancamiento de las SGR's y un aumento de la duration promedio del riesgo vivo.

FIX considera que continua siendo un desafío para la entidad incrementar su volumen de negocios adaptándose a los cambios regulatorios a ser implementados a partir de abr'18, y en un contexto creciente competencia en el mercado de servicios financieros, progresiva reducción de la inflación e incremento del financiamiento a la inversión con horizontes de mediano y largo plazo.

## 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.

Tabla 1

### Ponderadores por tipo de garantía

% sobre valor nominal	Gtías Financieras
Menor a 1 año	70%
Entre 1 y 2 años	75%
Entre 2 y 4 años	80%
Mayor a 4 años	90%

% sobre valor nominal	Gtías Comerciales
Tipo I	60%
Tipo II	30%

Gtías Técnicas	
% del valor nominal	10%

### Ponderadores por tipo de Socio Partícipe

	Ponderador
Micro Empresa	150%
Pequeña Empresa	120%
Mediana Empresa Tramo 1	60%
Mediana Empresa Tramo 2	10%

\* Disposición 80-E/2017

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 es desarrollada por empleados que cuentan con suficiente experiencia en esta operatoria de negocios, bajo un equipo organizacional con baja rotación de recursos. 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

En sus inicios AVFE fue una sociedad de nicho ligada, mayormente, al sector agropecuario, sin embargo con el crecimiento de la SGR dentro del sistema logro diluir dicha dependencia. 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 BASF Argentina. A pesar de ello, se destaca la mayor diversificación que logró la SGR en cuanto a los sectores avalados y por producto. Dicha atomización se encuentra soportada por el empuje comercial desarrollado por AVFE, a través de un equipo comercial externo, que permitió ampliar el alcance de la SGR hacia otras provincias.

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. Sin embargo, en el último año y como parte de la estrategia comercial, AVFE incluyó dentro de su política crediticia la incorporación de socios partícipes no referidos a través de análisis de ratios de endeudamiento y de resultados desarrollados y gestionados por la propia SGR, lo que promovió la diversificación.

A dic'17, AVFE cuenta con 201 socios partícipes con garantías vigentes (vs 74 a dic'16). 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.

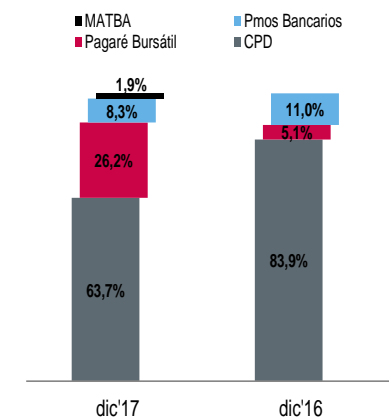
## Administración de activos

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 partícipe 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.

Gráfico #1: RV por Producto



Fuente: Aval Fértil SGR

Compañía de Seguros InSur S.A. es una entidad de Seguros de Crédito y Caucción, filial de Compañía de Seguros de Crédito Continental S.A. (calificada en AA-(cl) con perspectiva estable por Fitch Chile) líder chilena en este tipo de seguros. Ambas forman parte del Grupo Atradius, uno de los aseguradores de crédito más grandes del mundo.

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 \$6 mill. exigiendo una atomización por montos de hasta \$500 mil.

Para las operaciones financieras a sola firma de hasta \$500 mil provenientes de socios del Holding Areco, la entidad solicita fianza como garantía al socio participe 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 \$500 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 determinará 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 determinará 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 70% para respaldar el límite de crédito), warrants, y certificados de depósito entre otros.

Durante 2017, unos de los principales socios protectores de la SGR, Tomás Hnos y Cía S.A., decidió no renovar la póliza de Insur a favor de la SGR, pasando a garantizar las operaciones de sus socios partícipes referidos frente AVFE.

## Administración de Activos

A mediados de 2017, la SGR decidió modificar su política de créditos otorgando avales a socios partícipes no referidos mediante el análisis de riesgo anclado al monitoreo de ratios de endeudamiento y resultados de la pyme a avalar. En éste sentido, la SGR puede otorgar un aval a sola firma hasta los \$2 millones con fianza del socio partícipe, para avales de mayor monto la garantía requerida es real. A dic'17, el 25.7% de los avales otorgados fueron a través de dicho mecanismo y la SGR espera para fines de 2018 un ratio del 20% sobre el riesgo vivo.

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 es 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 \$500 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 FR 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 mediante el análisis de ratios que cuentan con cobertura de fianza representan un 25.7%, las operaciones financieras con garantía real (Hipotecas) son el 22%, las operaciones avaladas por Tomás Hnos son el 16.2%, que cuentan con una póliza de cobertura por parte de la Compañía de Seguros InSur S.A. representan un 13.5%, operaciones que no pueden superar los \$500 mil son el 7.8%, las operaciones financieras con cobertura mediante Fideicomiso en Garantía corresponden al 4.8% y operaciones con cobertura prendaria representan el 3.4%.

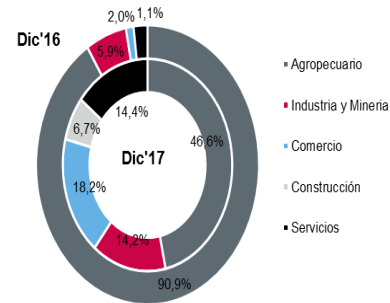
Debido a que la sociedad aún se encuentra en etapa de expansión y dadas las condiciones del sistema, a dic'17 el riesgo vivo de la SGR registra un crecimiento del 2.7 veces con respecto a dic'16 (\$477.7 mill a dic'17 vs \$130.7 mill a dic'16), demostrando el crecimiento en el volumen de avales otorgados en un marco de explotación de sinergias comerciales con sus principales socios protectores, nueva política crediticia y comercial.

El riesgo vivo continúa mostrando una concentración por producto pero menos marcada que a dic'16, en donde los Cheques de Pago Diferido representan el 63.7% del RV (vs 83.9% a dic'16) y con una mayor participación de avales a mayor plazo, ganando preponderancia los pagarés bursátil (26.2% a dic'17 vs 5.1% a dic'16). En dicha línea, se puede observar que la mayor concentración del RV por plazo de los avales se da en el tramo entre 180 y 365 días con el 66.6% (vs 49.8% a dic'16). FIX monitoreará la evolución del RV por producto de acuerdo con los nuevos cambios normativos impuestos a partir de abr'18 (Tabla 1), a fin de habilitar futuras ampliaciones al fondo de riesgo y continuar su proceso de expansión.

Adicionalmente, el RV continúa mostrando una concentración por localización geográfica (Pcia. de Buenos Aires con el 59.8%), por Agente Monetizador en línea con la diversificación del RV por producto (89.1% en Mercado de Valores de Buenos Aires); mientras que por sector económico y por socio avalado la SGR logró una mayor diversificación en comparación a dic'16 lo que resulta favorable. El primer socio partícipe representa el 1.4% del RV (vs 3.1% a dic'16) y los 10 principales el 13.3% (vs 30% a dic'16) y la garantía promedio asciende a \$229 mil con un plazo medio de 10.4 meses.

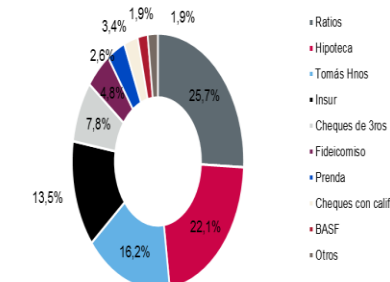
Durante el último trimestre de 2017, la SGR tuvo caída en sus avales, que lograron recuperarlos en su totalidad (alrededor de \$4 mill.). Debido a la buena calidad de la cartera que presenta AVFE, no conforma previsiones y tampoco lo ha necesitado dando cumplimiento con la normativa.

Gráfico #2: RV por sector



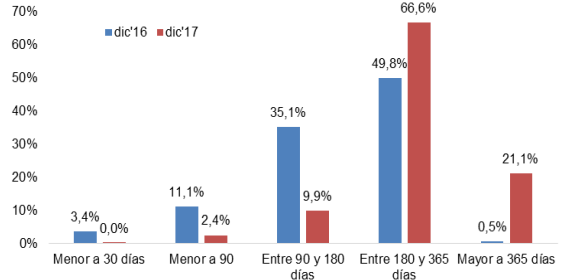
Fuente: Aval Fértil SGR

Gráfico #3: Contragarantías



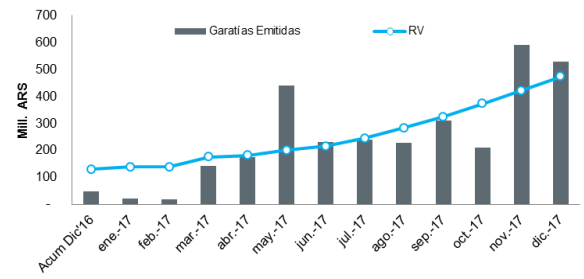
Fuente: Aval Fértil SGR

Gráfico #4: RV por plazo



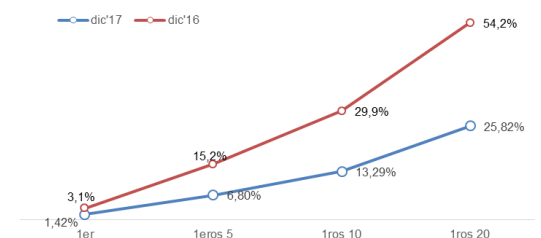
Fuente: Aval Fértil SGR

Gráfico #5: Evolución RV y Garantías Emitidas



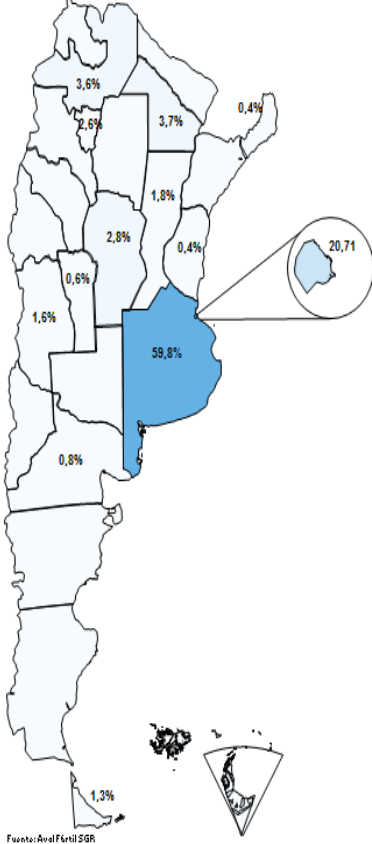
Fuente: Aval Fértil SGR

Gráfico # 7: Concentración del RV por avalado



Fuente: Aval Fértil SGR

Gráfico #6: Concentración del RV por zona geográfica



Fuente: Aval Fértil SGR

A dic'17 AVFE poseía un 33.4% de garantías vigentes en moneda extranjera, mientras que el 42.4% de las inversiones se encontraban nominadas en dicha moneda, en consecuencia el 25% de los avales emitidos en moneda extranjera se encuentran cubiertos por las inversiones en dólares. La entidad posee un descalce de monedas que incrementa la exposición del FR frente a una devaluación del tipo de cambio, aumentando el apalancamiento y una mayor concentración por socio partícipes en dólares, que de combinarse con una mayor incobrabilidad en dicho segmento de avales implicaría mayores pérdidas para el Fondo. Sin embargo, dicho riesgo encuentra un mitigante en los plazos de los avales que tienden a ser mayores a las de las inversiones en moneda extranjera.

## 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 en la administración 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 y en línea con los lineamientos normativos:

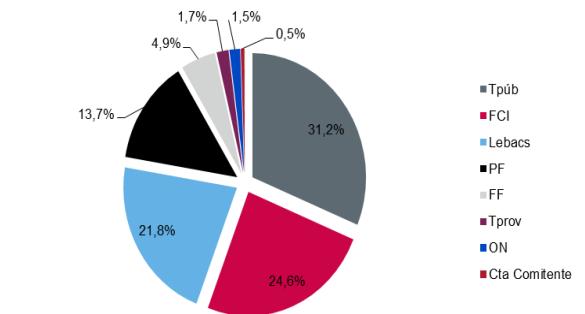
- Una porción importante de su cartera en productos con liquidez y amplia profundidad de mercado para hacer frente a las obligaciones que pudieran surgir por parte de la SGR.
- Bajo nivel de riesgo crediticio de los productos, es decir un balance entre productos emitidos por el estado nacional (pesos 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 calificadora internacional
- Productos de liquidez como fondos comunes de inversión de las familias ahorro y renta fija con liquidación entre 24 y 72hs de rescate.

La cartera de inversiones asciende a \$122.9 millones a dic'17, siendo que el 57.6% de sus instrumentos están nominados en moneda local, el 37.5% en moneda extranjera y el restante 4.9% en instrumentos dolar linked.

A dic'17, la cartera poseía una elevada calidad crediticia, compuesta principalmente por títulos públicos por un 31.2%, fondos comunes de inversión por un 24.6%, Lebacks en un 21.8%, plazos fijos en un 13.7%, fideicomisos financieros en un 4.9%, títulos provinciales por un 1.7% y obligaciones negociables por un 1.5%. El resto de la cartera se encontraba posicionada en cuentas comitentes y disponibilidades en un 0.6%. El 88.2% de la cartera se encuentra posicionada en instrumentos de renta fija, mientras que un 11.8% en instrumentos de renta variable (FCI).

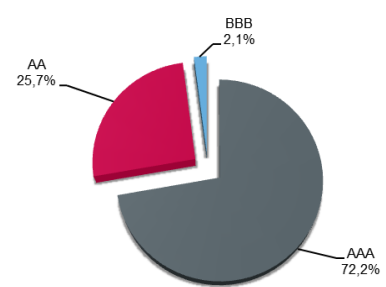
Los activos con mayor liquidez (disponibilidades + FCI- [(t+0) + (t+1)] + Lebacks) representan el 6.2% del riesgo vivo (cobertura suficiente para los primero 5 socios avalados), mientras que si se consideran los títulos

Gráfico #8: Inversiones del FR



Fuente: Aval Fértil SGR

Gráfico #9: Calidad crediticia de las inversiones



Fuente: Aval Fértil SGR

públicos con elevado mercado secundario dicho ratio se eleva al 19.9% (cobertura suficiente para los primero 15 socios avalados), nivel considerado acotado dadas las características de la SGR y su nivel de apalancamiento. Sin embargo, se observa que las inversiones a 30 días cubren holgadamente a los avales menores a 180 días, excediendo en un 66.5%.

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 continua mejora en el desempeño de AVFE a través de sus años de historia, 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 y estructura pequeña en la cual apalanca su operatoria la SGR. A dic'17 los ingresos por comisiones cubrían 1.8 veces los costos operativos (vs 1.6 a dic'16) y al mismo tiempo representan el 3.6% del riesgo vivo (vs 6.2% dic'16).

<b>Adecuado desempeño histórico (%)</b>	<b>dic-17</b>	<b>jun-17</b>	<b>dic-16</b>	<b>dic-15</b>
Resultado SGR / Activo neto del FR	103,0%	46,3%	110,8%	-17,1%
Gastos de Adm. / (Comisiones + Rdo. Financiero y por Tenencia)	17,7%	21,3%	18,3%	45,5%
Comisiones / Riesgo Vivo	3,6%	3,1%	6,2%	0,0%
Comisiones / Gastos de Administración	188,3%	118,5%	162,4%	0,0%
Ganancias de inversiones / Activos Totales (prom.)	26,6%	19,5%	21,4%	-1,0%

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

Hacia dic'17 AVFE exhibe una utilidad de \$4 mill., valor que se explica por los buenos resultados financieros alcanzados y el incremento en el volumen de los avales otorgados, con un rendimiento del 26.6% sobre el total de activos.

El resultado neto de la SGR se incrementó en casi 3 veces i.a., impulsado principalmente por los mayores ingresos por comisiones por certificados de garantía, en línea con el incremento en el volumen de operaciones.

El ratio de ingresos por comisiones en relación al riesgo vivo alcanza un 3.6%, por debajo del 6.2% registrado en dic'16 debido al fuerte incremento del riesgo vivo. Sin embargo, las comisiones volvieron a cubrir los gastos de administración (188.3%), luego de haber registrado un ratio de cobertura de gastos con comisiones de 162.4% el año previo.

La calificadoradora considera que el mayor desafío que enfrenta la SGR es la de mantener los niveles de rentabilidad en un contexto de mayor competitividad y reducción de márgenes de intermediación.

## 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 si bien el FR Disponible a dic'17 era menor ello se debió a que en el último trimestre de 2017 hubieron varios vencimientos de los aportes que no fueron reimpuestos, los que fueron contrastados con nuevos aportes. De acuerdo con lo mencionado por la SGR, a la fecha de emisión del presente informe el Fondo de Riesgo se encontraba integrado totalmente, habiendo solicitado un aumento del mismo ante el ente contralor ,expandiéndolo a \$210 mill, el que se encuentra en proceso de autorización.

Actualmente la composición del FR por aportante se encuentra concentrada en 15 socios y entre los principales se distinguen los siguientes: Tomás Hnos. S.A. (31.8%), BASF Argentina S.A. (13.1%), Petroagro (13.1%), Special Grains (8.7%), SBS Trading S.A. (8.7%) y Otros (20.7%).

Gráfico #11: Vencimiento de los Aportes

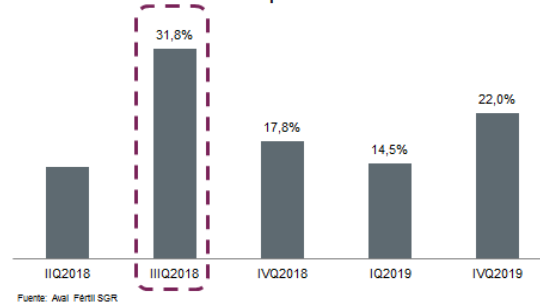
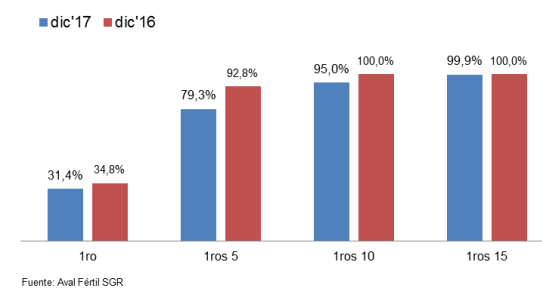


Gráfico #10: Concentración de los Socios Protectores



Adecuada Estructura Patrimonial y Liquidez (%)	dic-17	jun-17	dic-16	dic-15
Patrimonio Neto / Activos Totales	98,2%	99,4%	99,4%	100,0%
Patrimonio / Garantías Netas de Previsiones	26,8%	58,9%	91,3%	138,3%
Fondo de Riesgo / Activos Totales	93,9%	98,3%	98,0%	99,1%
Garantías Emitidas Vigentes / Fondo de Riesgo	390,6%	171,7%	111,1%	72,9%
Activos Líquidos / Riesgo Vivo	26,9%	58,8%	89,9%	138,3%

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

De acuerdo a la normativa vigente, el FR se puede aumentar cuando su grado de utilización alcance un promedio del 160% (ponderado de acuerdo a la norma vigente) durante los últimos 12 meses calendario a la solicitud de ampliación. Además, los Socios Protectores podrán efectuar reimposiciones o nuevos aportes cuando la utilización del FR no sea inferior al 80%.

A dic'17 las garantías emitidas sobre el FR disponible es de casi 4 veces (vs 1.1 veces a dic'16). El patrimonio neto de la entidad se vio afectado por la no reimposición de los aportes de uno de los principales socios protectores en el último trimestre de 2017, sin embargo fue superior al registrado a dic'16 en un 7.1%.



## Anexo I

### Aval Fértil SGR

#### Estado Patrimonial

	dic-17		jun-17		dic-16		jun-16		dic-15		jun-15	
	6 meses Miles \$	Como % de Activos	Anual Miles \$	Como % de Activos	6 meses Miles \$	Como % de Activos	Anual Miles \$	Como % de Activos	6 meses Miles \$	Como % de Activos	Anual Miles \$	Como % de Activos
<b>A. ACTIVO RENTABLES</b>												
1. Caja y Bancos	949	0,7%	502	0,4%	112	0,1%	173	0,3%	283	0,9%	150	50,0%
2. Inversiones en Fondo de Riesgo	122.995	94,5%	128.288	98,1%	117.411	97,8%	51.752	95,8%	31.447	99,1%	0	0,0%
<b>TOTAL A</b>	<b>123.945</b>	<b>95,2%</b>	<b>128.789</b>	<b>98,5%</b>	<b>117.523</b>	<b>97,9%</b>	<b>51.925</b>	<b>96,2%</b>	<b>31.730</b>	<b>100,0%</b>	<b>150</b>	<b>50,0%</b>
<b>B. OTROS ACTIVOS RENTABLES</b>												
1. Créditos	1.169	0,9%	428	0,3%	1.463	1,2%	592	1,1%	1	0,0%	150	50,0%
2. Inversiones	4.734	3,6%	850	0,7%	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%	0	0,0%	0	0,0%
<b>TOTAL B</b>	<b>5.903</b>	<b>4,5%</b>	<b>1.279</b>	<b>1,0%</b>	<b>1.463</b>	<b>1,2%</b>	<b>592</b>	<b>1,1%</b>	<b>1</b>	<b>0,0%</b>	<b>150</b>	<b>50,0%</b>
<b>TOTAL ACTIVOS RENTABLES (A+B)</b>	<b>129.848</b>	<b>99,7%</b>	<b>130.068</b>	<b>99,5%</b>	<b>118.986</b>	<b>99,1%</b>	<b>52.517</b>	<b>97,3%</b>	<b>31.731</b>	<b>100,0%</b>	<b>300</b>	<b>100,0%</b>
<b>D. ACTIVOS FUJOS</b>	<b>21</b>	<b>0,0%</b>	<b>4</b>	<b>0,0%</b>	<b>12</b>	<b>0,0%</b>	<b>137</b>	<b>0,3%</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>
<b>E. ACTIVOS NO RENTABLES</b>												
1. Caja	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
2. Otros	337	0,3%	673	0,5%	1.068	0,9%	1.347	2,5%	0	0,0%	0	0,0%
<b>F. TOTAL DE ACTIVOS</b>	<b>130.205</b>	<b>100,0%</b>	<b>130.745</b>	<b>100,0%</b>	<b>120.066</b>	<b>100,0%</b>	<b>54.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>31.731</b>	<b>100,0%</b>	<b>300</b>	<b>100,0%</b>
<b>G. DEPOSITOS Y FONDEO DE CORTO PLAZO</b>												
1. Deuda Financiera	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	17	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
<b>TOTAL G</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</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>0</b>	<b>0,0%</b>
<b>H. OTRO FONDEO</b>												
1. Cuentas a Pagar	1.768	1,4%	512	0,4%	226	0,2%	1.500	2,8%	0	0,0%	0	0,0%
2. Deudas Fiscales	198	0,2%	31	0,0%	211	0,2%	13	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
3. Otros	435	0,3%	293	0,2%	265	0,2%	95	0,2%	8	0,0%	0	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>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>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>0</b>	<b>0,0%</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>
<b>L. PATRIMONIO</b>	<b>127.804</b>	<b>98,2%</b>	<b>129.909</b>	<b>99,4%</b>	<b>119.364</b>	<b>99,4%</b>	<b>52.376</b>	<b>97,0%</b>	<b>31.723</b>	<b>100,0%</b>	<b>300</b>	<b>100,0%</b>
<b>M. TOTAL PASIVO &amp; PATRIMONIO</b>	<b>130.205</b>	<b>100,0%</b>	<b>130.745</b>	<b>100,0%</b>	<b>120.066</b>	<b>100,0%</b>	<b>54.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>31.731</b>	<b>100,0%</b>	<b>300</b>	<b>100,0%</b>
<b>CUENTAS DE ORDEN</b>												
Garantias Vigentes	477.725	366,9%	220.650	168,8%	130.693	108,9%	33.903	62,8%	22.936	72,3%	0	0,0%
Contragarantias Recibidas	1.173.509	901,3%	542.486	414,9%	263.727	219,7%	48.267	89,4%	4.848	15,3%	0	0,0%
<b>FONDO DE RIESGO</b>												
Fondo de Riesgo Disponible	114.750	88,1%	120.000	91,8%	103.400	86,1%	46.500	86,1%	31.500	99,3%	0	0,0%
Fondo de Riesgo Contingente	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Rendimiento	7.544	11,6%	8.475	6,5%	14.230	23,7%	5.454	10,1%	-53	-0,3%	0	0,0%

### Aval Fértil SGR

#### Estado de Resultados

	dic-17		jun-17		dic-16		jun-16		dic-15		jun-15	
	6 meses Miles \$	Como % de ct. Rentable	Anual Miles \$	Como % de ct. Rentable	6 meses Miles \$	Como % de ct. Rentable	Anual Miles \$	Como % de ct. Rentable	6 meses Miles \$	Como % de ct. Rentable	Anual Miles \$	Como % de ct. Rentable
<b>Resultado de las operaciones de la SGR</b>												
Comisión por certificados de garantías	8.624	13,3%	6.897	5,3%	4.056	6,8%	2.130	4,1%	0	0,0%	0	0,0%
Gastos de administración	-4.580	-7,1%	-5.822	-4,5%	-2.498	-4,2%	-2.025	-3,9%	-24	-0,2%	0	0,0%
Gastos en personal	-2.364	-3,6%	-2.860	-2,2%	-1.046	-1,8%	-287	-0,5%	-22	-0,1%	0	0,0%
Incoobrabilidad de créditos por garantías	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Resultados financieros y por tenencia	334	0,5%	39	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Otros ingresos y egresos	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	75	0,1%	0	0,0%	0	0,0%
Impuesto a las ganancias	-301	-0,5%	-64	0,0%	-209	-0,4%	-59	-0,1%	0	0,0%	0	0,0%
<b>Resultado neto de la SGR</b>	<b>4.076</b>	<b>6,3%</b>	<b>1.050</b>	<b>0,8%</b>	<b>1.349</b>	<b>2,3%</b>	<b>121</b>	<b>0,2%</b>	<b>-24</b>	<b>-0,2%</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>
<b>Resultado del Fondo de Riesgo</b>												
Resultados financieros y por tenencia	16.904	26,0%	20.437	15,7%	9.605	16,1%	5.454	10,4%	-53	-0,3%	0	0,0%
Incoobrabilidad de créditos por garantías	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Otros ingresos y egresos netos	-1.619	-2,5%	-20.437	-15,7%	-828	-1,4%	-5.454	-10,4%	53	0,3%	0	0,0%
<b>Resultado neto del FR</b>	<b>15.285</b>	<b>23,5%</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>	<b>8.776</b>	<b>14,8%</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>
<b>Ganancia del periodo</b>	<b>19.361</b>	<b>29,8%</b>	<b>1.050</b>	<b>0,8%</b>	<b>10.125</b>	<b>17,0%</b>	<b>121</b>	<b>0,2%</b>	<b>-24</b>	<b>-0,2%</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>
Absorción por parte del Fondo de Riesgo	15.285	23,5%	0	0,0%	8.776	14,8%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
<b>Resultado neto del periodo</b>	<b>4.076</b>	<b>6,3%</b>	<b>1.050</b>	<b>0,8%</b>	<b>1.349</b>	<b>2,3%</b>	<b>121</b>	<b>0,2%</b>	<b>-24</b>	<b>-0,2%</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>

## Aval Fértil SGR

### Ratios

	dic-17	jun-17	dic-16	jun-16	dic-15	jun-15
	6 meses	Anual	6 meses	Anual	6 meses	Anual
<b>I. RENTABILIDAD</b>						
1. Resultado Neto / Patrimonio (prom.)	30,31%	1,01%	22,81%	0,51%	-0,45%	0,00%
2. Resultado Neto / Activos (prom.)	29,89%	1,00%	22,52%	0,49%	-0,45%	0,00%
3. Resultado SGR / Activo neto del FR	103,04%	46,26%	110,78%	5,93%	-17,07%	0,00%
4. Gastos de Adm. / (Comisiones + Rdo. Financiero y por Tenencia)	17,71%	21,27%	18,29%	26,70%	45,53%	0,00%
5. Comisiones / Gastos de Administración	188,29%	118,47%	162,37%	105,20%	0,00%	0,00%
6. Comisiones / Riesgo Vivo	3,61%	3,13%	6,21%	6,28%	0,00%	0,00%
7. Cargos por provisiones / Resultado de Ejercicio	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
8. Ganancias de inversiones / Activos Totales (prom.)	26,62%	19,49%	21,36%	22,18%	-0,99%	0,00%
9. Rendimiento del FR neto de provisiones / FR Prom.	14,60%	8,29%	0,00%	-0,23%	-0,51%	0,00%
<b>II. CAPITALIZACION</b>						
1. Patrimonio Neto / Activos Totales	98,16%	99,36%	99,41%	96,99%	99,97%	100,00%
2. Patrimonio / Garantías Netas de Provisiones	26,75%	58,88%	91,33%	154,49%	138,31%	0,00%
3. Fondo de Riesgo / Activos Totales	93,92%	98,26%	97,97%	96,21%	99,10%	0,00%
4. Garantías Emitidas Vigentes / Fondo de Riesgo (veces)	390,64%	171,75%	111,10%	65,25%	72,94%	0,00%
5. Apalancamiento Real (*)	416,32%	183,87%	126,40%	72,91%	72,81%	0,00%
6. Distribución de Rendimiento (12 meses) / Rendimiento (12 meses)	245,58%	181,25%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
7. Capitalización del Rendimiento (12 meses) / FR Prom.	0,00%	0,00%	0,00%	-0,23%	-0,51%	0,00%
8. Aportes Netos de Retiros de 12 meses / FR Prom.	114,04%	243,61%	208,62%	475,64%	300,51%	0,00%
<b>III. LIQUIDEZ</b>						
1. Activos líquidos / Riesgo Vivo	26,94%	58,75%	89,92%	153,16%	138,34%	0,00%
2. Calce en moneda extranjera (Inversiones / Riesgo Vivo) (veces)	0,25	0,52	3,22	-	-	-
3. Liquidez inmediata (Inversiones 90ds / Riesgo Vivo 90ds) (veces)	8,45	1,15	4,93	-	-	-
<b>IV. CALIDAD DE ACTIVOS</b>						
1. Crecimiento de Garantías Otorgadas	2635,63%	3061,72%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
2. Crecimiento de Riesgo Vivo	265,53%	550,83%	469,81%	0,00%	0,00%	0,00%
3. Garantías irregulares / Patrimonio + Provisiones	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
4. Garantías irregulares / Riesgo Vivo	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
5. Provisiones / Riesgo Vivo	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
6. Garantías irregulares - Provisiones / Patrimonio	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
7. Cargos por incobrabilidad / Resultado Neto del FR	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
8. Provisiones / Garantías irregulares	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
9. Avales Recuperados (12 meses) / Avales Pagadas (12 meses) (%)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
10. Mora Trimestral (%)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
11. Mora Histórica (%)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
12. Contragarantías / Garantías emitidas	245,65%	245,86%	201,79%	142,37%	21,14%	0,00%
13. Contragarantías reales / Garantías Emitidas	26,55%	23,91%	28,15%	37,61%	0,00%	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 18 de abril de 2018, ha decidido confirmar\* las siguientes calificaciones de Aval Fértil SGR:

- Calificación Nacional de Largo Plazo: **BBB+(arg)** con **Perspectiva Estable**
- Calificación Nacional de Corto Plazo: **A2(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 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 considera la buena liquidez de la compañía, la sinergia comercial y operativa con el Holding Areco y el resto de los socios protectores, así como el plan de negocios de la SGR. Asimismo se consideró la concentración sectorial, regional y por producto que registran las garantías otorgadas.

Nuestro análisis de la situación de la entidad se basa sobre los estados contables al 30.06.2017 de Aval Fértil SGR auditados por Bértora y Asociados S.R.L., 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 31.12.2017 de Aval Fértil SGR, revisados por Bértora y Asociados S.R.L., 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:

- Balance General auditado al 30.06.2017, disponible en [www.bolsar.com](http://www.bolsar.com)
- Estados contables trimestrales (último 31.12.2017), 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.