FIX (afiliada de Fitch Ratings) bajó a ‘AA-sf(arg)’ desde ‘AAsf(arg)’ los VDF emitidos bajo el FF Global ARSA I

25 de octubre de 2024

FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO “Afiliada de Fitch Ratings” –en adelante FIX o la calificadora– bajó la calificación de los VDF por VN USD 100 millones emitidos por el Fideicomiso Financiero Global ARSA I a ‘AA-sf(arg)’ desde ‘AAsf(arg)’ debido a la menor fortaleza del vínculo entre Aerolíneas Argentinas S.A. (la empresa o ARSA) y su controlante (el Estado Nacional). FIX considera que la posibilidad de contar con el apoyo financiero del Estado Nacional no estaría garantizada en todos los escenarios. En cuanto a los flujos cedidos, el promedio mensual de los 8 primeros meses de 2024 fue de USD 25,1 millones, lo que resulta en un Ratio de Cobertura de Servicio de Deuda (DSCR) de 2,88x (veces), lo que se encuentra dentro de los escenarios proyectados originalmente.

FACTORES RELEVANTES DE LA CALIFICACIÓN

La calificación se sustenta en la capacidad de Aerolíneas Argentinas S.A. (ARSA o el fiduciante) de continuar generando los bienes fideicomitidos cedidos, su fuerte vínculo con el Estado Nacional, los buenos ratios de cobertura de los servicios de deuda (DSCR) y las mejoras crediticias de la estructura. FIX opina los flujos cedidos, incluyendo el fondo de reserva, son suficientes para cubrir posibles variaciones bruscas en el tipo de cambio.

Vínculo con el Estado Nacional: FIX redujo a fuerte desde muy fuerte la fortaleza del vínculo entre Aerolíneas Argentinas S.A. y el Estado Nacional. ARSA se encuentra abocada a lograr una mayor eficiencia operativa para lograr su equilibrio económico-financiero en un mercado aéreo que tiende a la desregulación con una política de cielos abiertos. Durante 2024, ARSA ha mostrado mejoras en el desempeño operativo que redujeron su déficit. De no lograr este equilibrio económico financiero, FIX considera que la voluntad del Estado Nacional seguir apoyando financieramente a ARSA será menor.

El Estado Nacional controla el 99,999% de las acciones de ARSA e históricamente le ha prestado soporte para hacer frente a deudas y acceso al mercado de cambios para repago de deudas en el exterior. Desde su reestatización en 2008, el Estado Nacional ha realizado todos los años transferencias que son capitalizadas. Las mismas están incorporadas en el presupuesto nacional que es presentado ante el Congreso cada año. Desde 2008 hasta el 2024 se acumularon un total de USD 8.041 millones. Adicionalmente, tanto el Tesoro Nacional como el BNA (también controlado por el Estado Nacional) han sido garantes de operaciones de préstamos en el exterior para la compra de aeronaves.

Posibilidad de privatización: el Decreto 873/2024 declara a Aerolíneas Argentina S.A. sujeta a privatización, lo que debe ser aprobado por el Congreso Nacional de acuerdo con el artículo 9 de la Ley 23.696. De procederse la privatización, FIX evaluará los términos y

condiciones de esta, en especial, la situación de los pasivos de ARSA.

La venta, cesión, transferencia, privatización y/o expropiación de los deudores cedidos y/o del fiduciante, siempre y cuando, la persona sucesora no asuma sus deudas, incluyendo, pero no limitado, a los derechos de cobro implicará un evento especial dentro del contrato de fideicomiso. Este evento, al igual que otros, convertirá a la amortización de los valores fiduciarios en mensual y, entre otras opciones, pudiéndose liquidar el fideicomiso.

Capacidad para generar los bienes fideicomitidos: FIX considera que ARSA posee una muy buena capacidad para continuar generando los derechos de cobro provenientes de las ventas de pasajes aéreos de cabotaje y/o internacionales y otros servicios, efectuadas en Argentina bajo el comercio N°15442585 (venta web) con las tarjetas VISA (los bienes fideicomitidos). ARSA es la aerolínea de bandera del Estado Argentino, líder absoluta del mercado local de transporte de pasajeros. Durante los primeros 8 meses de 2024, tuvo una participación en trasporte de cabotaje del 65,3% en cantidad de pasajeros o 66,3% en vuelos y, en el transporte internacional desde Argentina, del 22,6% en pasajeros o 23,7% en vuelos, con un total de 6,6 millones de pasajeros transportados en cabotaje (-6,0% respecto de 2023 y frente al -8,5% del mercado total) y 1,9 millones en vuelos internacionales (+7,4% respecto 2023 y frente al 15,1% del mercado total)-fuente: Administración Nacional de Aviación Civil (ANAC).

Buenos ratios de cobertura: FIX estima que la estructura presenta buenos DSCR en los distintos escenarios modelizados. El flujo promedio mensual de los 8 primeros meses de 2024 fue de USD 25,1 millones, el DSCR es de 2,88x. Para el escenario base inicial, se estimó el DSCR en 3,21x o 3,45x de incluirse el fondo de reserva. En el escenario estresado, los mismos se reducen a 2,73x o 2,97x respectivamente y en un escenario similar al 2021, sería de 1,78x o 2,03. En el escenario base, se proyecta un flujo mensual normalizado de USD 27,9 millones considerando que las ventas de los pasajes internacionales incluyen impuestos y percepciones (representan alrededor del 50% de los flujos de estas ventas) que no corresponderían en un contexto de una eliminación de la brecha cambiaria. El escenario estresado contempla las ventas de 2019, previo a la pandemia. FIX no consideró un evento de pandemia similar al 2020 dado los aprendizajes respecto del manejo de esta. Los DSCR calculados corresponden a la serie I por un VN USD 100 millones, de haber series adicionales emitidas dentro del programa, las mismas serán subordinadas a esta.

Cesión de créditos: los documentos provistos por las partes constatan que la cesión de los flujos futuros de los créditos implica una venta verdadera (“true sale”). La cesión fiduciaria del flujo es válida entre las partes, constituyéndose como un patrimonio separado, quedando exento de la acción de los acreedores de tales partes.

Mejoras crediticias: los derechos de cobro cedidos se acreditarán en una cuenta del Banco de la Nación Argentina (BNA o Banco Nación) [‘AA(arg)/Estable/A1+(arg)’] de titularidad del fiduciante, que está sujeta a un derecho real de prenda en primer grado de privilegio a favor del fiduciario y en beneficio de los beneficiarios. Esto le otorga prioridad a la retención del flujo destinado al fideicomiso. El fiduciario tiene un poder irrevocable para

debitar de esta cuenta y transferir a la cuenta fiduciaria recaudadora las sumas necesarias para el pago de los VDF y el fondeo de las cuentas fiduciarias incluyendo el fondo de reserva, de pago y de gastos. La estructura cuenta clausulas gatillo (eventos especiales) que reducen la frecuencia de pago a mensual, modifican la cascada de pagos y aceleran la amortización de los valores fiduciarios.

Riesgos vinculados al tipo de cambio: los VDF se encuentran denominados en dólares estadounidenses y los servicios son abonados en pesos al tipo de cambio aplicable por el fiduciario. Si bien, dadas las características del rubro, ARSA lleva en paralelo una contabilidad con números valuados en moneda extranjera, el activo fideicomitido esta denominado en pesos y pueden existir riesgos de exposición a descalce y volatilidad cambiaria. De todas maneras, cuando se analiza el flujo total de la compañía por el canal de venta a ser fideicomitido, la holgura de los DSCR y las mejoras crediticias de la estructura, FIX estima los VDF son capaces de soportar posibles futuros desfasajes cambiarios.

Nivel de endeudamiento de ARSA: los VDF de la serie I representan en torno al 31% de la deuda total Aerolíneas, lo que representa una magnitud relevante dentro del endeudamiento de la compañía. A diciembre 2023, la deuda total de ARSA se ubicó en USD 357 millones, que incluía deuda financiera por USD 184 millones y arrendamientos financieros de las aeronaves (leasing) por USD 62 millones. La deuda de corto plazo representó el 36,7% del total. ARSA mantenía una adecuada posición de liquidez a diciembre 2023. Si bien la caja logra cubrir el 0,2x la deuda de corto plazo y alquileres, al considerar los FCI en la cobertura la ratio se incrementa hasta 1,4x a diciembre 2023. En tanto la cobertura de intereses con EBITDAR es negativa.

Experiencia y desempeño del fiduciario: BICE Fideicomisos S.A. (BFSA) posee una muy buena experiencia y un buen desempeño como fiduciario de securitizaciones, se encuentra calificada en ‘1FD(arg)/Estable’. La misma es una entidad fiduciaria cuyo controlante y accionista principal es Banco de Inversión y Comercio Exterior S.A. (BICE).

Riesgo de contraparte: Payway S.A.U. es la contraparte para el pago de los bienes fideicomitidos. FIX considera que la calidad crediticia de la misma es consistente con la calificación de los VDF.

SENSIBILIDAD DE LAS CALIFICACIONES

La calificación puede verse afectada negativamente en caso de un deterioro de la calidad crediticia de ARSA y/o de su capacidad de continuar generando los bienes fideicomitidos. Asimismo, una disminución de los DSCR por debajo de los estimados en los distintos escenarios, indistintamente de los motivos, podrían implicar una baja de la calificación.

En el caso que el Estado Argentino deje de prestarle soporte a la empresa, el mismo deberá analizarse en el contexto de la situación operativa y crediticia de ARSA a ese momento.

En el caso de una mejora operativa y crediticia de ARSA que disminuya la asistencia del Estado Argentino y logre una estabilidad de sus operaciones conjuntamente con muy

buenos DSCR, podría implicar una suba de calificación de los VDF.

RESUMEN DE LA TRANSACCION

Aerolíneas Argentinas S.A. (ARSA o el fiduciante) cede a BICE Fideicomisos S.A. (BFSA o el fiduciario) los derechos de cobro futuros derivados de la venta de pasajes aéreos con tarjetas de crédito y débito VISA adheridas a la red Payway para vuelos internacionales y de cabotaje pagaderos en pesos a través de su plataforma de e-commerce (venta web) a partir de la fecha de corte (que corresponde a la fecha de emisión de los VDF) que integra el activo subyacente del fideicomiso financiero Global ARSA I. En contraprestación, el fiduciario emitió VDF por hasta un monto de VN USD 100 millones a ser aplicados al plan de desmonte y mantenimiento de motores de la flota de aeronaves de ARSA.

Los derechos de cobro cedidos se acreditarán en una cuenta del Banco de la Nación Argentina, de titularidad del fiduciante, que está sujeta a un derecho real de prenda en primer grado de privilegio a favor del fiduciario y en beneficio de los beneficiarios. Esto le otorga prioridad a la retención del flujo destinado al fideicomiso. El fiduciario tiene un poder irrevocable para debitar de esta cuenta y transferir a la cuenta fiduciaria recaudadora las sumas necesarias para el pago de los VDF y el fondeo de las cuentas fiduciarias incluyendo el fondo de reserva, de pago y de gastos.

El programa habilita la emisión por hasta USD 300 millones, sin embargo, el flujo cedido para nuevos instrumentos de deuda se encontrará subordinado al repago de la serie I en caso de que se ceda la presente línea de venta.

Contactos

Analista Principal
Mauro Chiarini
Senior Director
mauro.chiarini@fixscr.com
+54 11 5235-8140

Analista Secundario
Ayelén Sabatino
Analista Semi-Senior
ayelen.sabatino@fixscr.com
+54 11 5235-8126

Responsable del sector
Mauro Chiarini
Senior Director

mauro.chiarini@fixscr.com
+54 11 5235-8140

Relación con los Medios
Diego Elespe
Head Comercial y de Desarrollo de Negocios
diego.elespe@fixscr.com
+5411 5235-8100/10

INFORMES RELACIONADOS

BICE Fideicomisos S.A.

Banco de la Nación Argentina

Puente Hnos S.A.

Disponibles en www.fixscr.com.

METODOLOGÍA **APLICABLE**

Fix utilizó el Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas presentado ante la *Comisión Nacional de Valores* (disponible en www.cnv.gob.ar).

El informe correspondiente se encuentra disponible en nuestra web "www.fixscr.com".

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

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÒN DE RIESGO (Afiliada de Fitch Ratings), EN ADELANTE TAMBIEN DENOMINADA “FIX”, ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: 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. 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.

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 son riesgos 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 substituto 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, pero no 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.