Garantizar SGR

Informe Integral

Calificaciones

Nacional

Calificación de Largo Plazo	AA(arg)
Calificación de Corto Plazo	A1+(arg)

Perspectiva

Calificación de Largo Plazo	Estable

Millones	31.12.17	31.12.16
Activos USD	408,9	322.0
Activos (Pesos)	7.676	5.103
Patrimonio (Pesos)	6.584	4.567
Garantías Vigentes (Pesos)	12.198	7.138
Contragarantías (Pesos)	12.204	9.531
Fondo de Riesgo (Pesos)	5.851	3.962
Liquidez/RV	58,9%	66,9%
Apalancamiento	208,5%	180,1%

TC de Referencia del BCRA: 31/12/17: 18,7742 y 31/12/16:15,8502

Criterios relacionados

Metodología de Calificación de Sociedades y Fondos de Garantías registrada ante la Comisión Nacional de Valores.

Analistas

Analista Principal
Matías Pisani
Associate Director
(+5411) 5235 - 8131
matias.pisani@fixscr.com

Analista Secundario
Darío Logiodice
Director
(+5411) 5235 – 8100
dario.logiodice@fixscr.com

Responsable del Sector
María Fernanda Lopez
(+5411) 5235 – 8100
maria.fernanda.lopez@fixscr.com

Perfil

Garantizar SGR (GTZ) es una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR) que opera bajo el régimen que establecen las Leyes N° 24.467, N° 25.300 y complementarias . Su principal accionista es el Banco de la Nación Argentina y es la SGR más grande del mercado por volumen de garantías.

Factores relevantes de la calificación

Suba de calificación: La suba de calificación de GTZ refleja el crecimiento y favorable desempeño que muestra la entidad, sostenido por la expansión de su escala de negocios que le ha permitido la significativa inversión en tecnología y su ambiciosa estrategia comercial. Cabe mencionar que la expansión de la escala le ha permitido lograr ganancias de eficiencia en su operatoria, que se suma a la baja incobrabilidad de la cartera.

Sinergias con BNA: El principal accionista de GTZ es BNA con el 32,4% del capital. El compromiso del BNA se manifiesta en su participación accionaria, como socio protector (siendo el primer aportante al Fondo de Riesgo con el 15,4%) y como agente monetizador de las garantías con el 60,0% del riesgo vivo (RV). FIX evalúa que esta vinculación con el BNA es positiva para su modelo de negocios y viabilidad financiera a largo plazo.

Muy buena capacidad para financiar la operatoria: La SGR ha manifestado una buena capacidad para fondear su operatoria mediante una continua ampliación de su FR (+48,2% i.a.) con una significativa incorporación de nuevos socios protectores y la reimposición de aportes ya existentes. En este contexto, la SGR solicitó la autorización para la ampliación de su FR por $1.000 millones, encontrándose pendiente de aprobación a la fecha de emisión de este informe.

Reconocida franquicia en el sector: GTZ es la principal SGR del mercado con una participación del 28,5% de las garantías emitidas y el 38,7% del RV. Su buen posicionamiento en el segmento y crecimiento en su escala de negocios ha estado ligado a su vínculo con el BNA.

Buena calidad de activos: El RV de GTZ muestra un plazo promedio superior al promedio del mercado, situación que le otorga un flujo de comisiones más estable, mayor previsibilidad y menor riesgo de liquidez. Las buenas prácticas de originación y cobranzas, le han permitido conservar una muy buena atomización de su cartera de avalados, distribución por sector económico y geográfico. A dic'17, el FR contingente representaba el 1,7% del RV. FIX prevé que, a medida que se incremente la penetración sobre el universo de PyMes, debería aumentar la morosidad de las carteras, aunque manteniéndose en niveles saludables.

Buena rentabilidad: GTZ registra un apropiado flujo de resultados sustentando en sus ingresos operativos. A dic'17, la entidad registra una caída de su ROA (5,9% vs. 10,8% a dic'16) aunque es producto de la evolución del FR, que amplió el volumen de activos, y el incremento de los gastos operativos a partir de su estrategia de expansión comercial. El resultado neto (+67,2% i.a.) estuvo impulsado por comisiones por garantías otorgadas e ingresos por la administración del FR.

Sensibilidad de la calificación

Consolidación del crecimiento: Un mayor crecimiento, que le permita adquirir un tamaño suficiente – derivado de una mayor penetración en el atomizado universo PyMe –, podría impulsar una suba en la calificación. Este crecimiento debe verse acompañado por una buena evolución de sus indicadores de desempeño, con estabilidad en los índices de mora y adecuada solvencia.

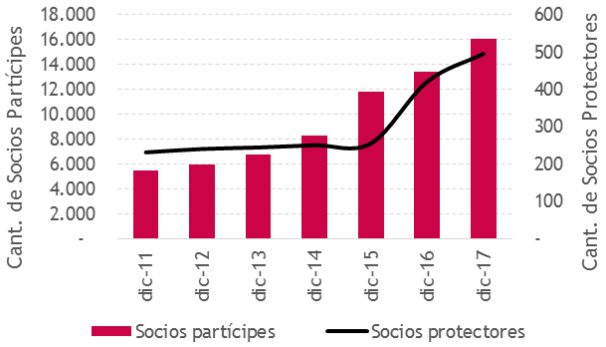
Calidad de activos y/o apalancamiento operativo: Un marcado deterioro de su calidad de cartera y/o un persistente aumento de su apalancamiento operativo, podrían presionar a la baja las calificaciones de la entidad.

Perfil

Garantizar SGR (GTZ) es una Sociedad de Garantía Recíproca (SGR) que opera bajo el régimen que establecen, principalmente las Leyes N° 24.467 y N° 25.300. El objeto principal de la entidad es el otorgamiento de garantías a sus socios partícipes para facilitarles el acceso al crédito mediante la celebración de contratos de garantías recíprocas.

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. En el caso de GTZ, el capital social está distribuido un 45,97% en manos de 420 socios protectores y el 54,03% restante en manos de 13.370 socios partícipes (9.172 Pymes con avales vigentes). Asimismo, el accionista principal de GTZ es el Banco de la Nación Argentina (BNA) con el 32,4% del capital accionario. El compromiso del BNA, no sólo se manifiesta en su participación accionaria, es el principal socio protector conservando el 15,4% de los aportes al Fondo de Riesgo (considerando todas las entidades vinculadas al BNA, la participación asciende al 19%) y es el principal monetizador de las garantías con el 60,0% del riesgo vivo de la SGR (vs. 61,1% en 2016 y 80% en en 2015).

Gráfico #1: Evolución Cantidad de Socios



Fuente: Garantizar SGR

GTZ es la principal SGR del mercado con una participación del 28,5% de las garantías emitidas, el 38,7% del riesgo vivo (garantías vigentes a dic'17) y cerca del 58,9% de las garantías bancarias.

Históricamente su buen posicionamiento en el segmento ha estado directamente ligado a su vínculo con el BNA, que le otorgaba sinergia para su crecimiento. Sin embargo, en función del desempeño que mostró GTZ a lo largo de los años, su nivel de penetración y el tamaño que ha alcanzado, durante los últimos ejercicios la SGR ha exhibido significativos incrementos de su FR (48% en 2017, 110% en 2016 y 42% en 2015) en los cuales el BNA ha acompañado dicho crecimiento aunque también se han incorporado otros socios protectores (los cuales, prácticamente, se duplicaron en 2 años: de 255 en dic'15 a 495 en dic'17). A la fecha de análisis, su FR autorizado asciende a $5.997 millones, de los cuales GTZ ha integrado casi en su totalidad ($5.957,9 mill.).

Gobierno Corporativo

El principal órgano de conducción de Garantizar SGR es la Asamblea de socios partícipes y protectores, que designa a:

1. Consejo de Administración: constituido por dos representantes de los socios partícipes, uno de los cuales ejerce la Presidencia y un representante de los socios protectores. El período de duración de los mandatos es de 3 años.
2. Comisión Fiscalizadora.
3. Comisión de Riesgo: la cual contribuye a analizar el carácter de los futuros socios partícipes y sus solicitudes de garantía.

La experiencia e idoneidad del management, sumado a su estabilidad a lo largo de los años, le han provisto a la sociedad de una mayor previsibilidad en su gestión comercial y una gestión prudente de sus riesgos. Su dotación actual es de aproximadamente 320 empleados.

Estrategia de Negocio

GTZ es una SGR abierta – es decir que no está vinculada a una cadena de valor o corporativo específico – orientada a brindar asesoramiento, facilitar el financiamiento de PyMES y potenciar el desarrollo de diferentes cadenas de valor. La entidad busca continuar siendo la SGR líder del mercado mediante una mayor penetración dentro del mercado de las PyMES, atomización de la exposición por avalado en su cartera de garantías, y diversificación de su fondeo mediante la ampliación de sus socios protectores y agentes monetizadores.

En un contexto con alto potencial de crecimiento que presenta el financiamiento a las PyMES y la política del gobierno de fuerte incentivo a la inversión de éste sector, durante 2017, la SGR mantuvo la tendencia fuertemente expansiva sobre su base de socios protectores (de 420 en 2016 a 495 en 2017) y agentes monetizadores y prevé continuar con un crecimiento elevado de su volumen de operaciones, sostenido en el crecimiento de su cobertura geográfica y su propia estructura de ventas. En este sentido, GTZ ha profundizado la estrategia de abrir el abanico de agentes monetizadores a distintos bancos privados con media o baja monetización.

Para el cumplimiento de sus objetivos, la entidad en los últimos años ha estado en un proceso de expansión de su cobertura geográfica mediante la ampliación, remodelación y homogenización de la imagen de red de sucursales y representaciones comerciales. Asimismo, se decidió relocalizar algunas sucursales a áreas de la red urbana con mayor concentración de entidades financieras.

Como se mencionó anteriormente, la entidad ha incrementado su base de socios protectores, principalmente con entidades financieras públicas y privadas, además de incorporar empresas privadas, que han permitido incrementar el fondeo de riesgo e impulsar el crecimiento.

Para 2018, GTZ proyecta alcanzar un volumen de generación de $15.000 mill. ($7.300 mill. proyectado en 2017 – generando finalmente $10.150 mill.) y ampliar su fondo de riesgo en $4.000 millones, en su escenario más optimista. FIX estima que las proyecciones son ambiciosas aunque probables, dada la favorable evolución de la compañía, junto con el actual contexto de política económica de incentivo a la inversión de las PyMES y reactivación de la actividad económica. Cabe destacar que los objetivos establecidos por GTZ en ejercicios anteriores, si bien fueron considerados inicialmente ambiciosos, también fueron cumplidos.

Soporte comercial y tecnológico

Actualmente, GTZ cuenta con 22 sucursales, 6 puntos de venta y su casa central en CABA, a través de las cuales canaliza las consultas y brinda asesoramiento a las Pymes potencialmente destinatarias de sus avales. Durante 2018, GTZ espera abrir 6 nuevas sucursales, cuyas localidades aún se encuentran bajo análisis. En línea con la estrategia de expansión territorial, la fuerza comercial está compuesta por 105 empleados – entre ejecutivos de negocio y back-office – con vistas de crecimiento a 120 a fines de 2018, conservando el tamaño de la estructura administrativa de la SGR.

El área comercial está compuesta por un Gerente Comercial, del que dependen un Gerente de Productos Estructurados y Cadenas de Valor, tres Gerentes Regionales, un Gerente de Bancos Monetizadores y otro de operaciones bursátiles, que junto a oficiales de negocio y back office componen la plataforma de ventas de los productos de la sociedad.

A su vez, la SGR mantiene convenios con los principales bancos generadores de créditos a Pymes, posee representatividad en numerosas agrupaciones de empresas sectoriales y constantemente efectúa acuerdos con los gobiernos provinciales y municipales.

En cuanto a los sistemas de comunicación, las sucursales cuentan con un programa de desarrollo propio que opera on-line. GTZ opera con un sistema de gestión integral y se encuentra en un proceso de mejora de los softwares utilizados, con el objetivo de eficientizar la gestión, acompañar y consolidar el crecimiento registrado y previsto por la entidad. De esta manera, la información ya no se envía desde la sucursal a la casa matriz sino que se digitaliza para luego ser enviada, reduciendo los tiempos en el traslado del legajo para su análisis de 5 días hábiles a menos de un día, se evite el extravío de información y se reduzcan tanto los costos de traslado como el plazo de análisis.

En este sentido, la entidad crecientemente ha informatizado sus procesos internos y el flujo de información de gestión, habiendo logrado en el último año, la implementación de una nueva plataforma comercial, un sistema para Gestión de Inversiones, sumado a un nuevo sistema para Análisis de Riesgo necesario para absorber el creciente flujo de legajos, Aplicación móvil para Comerciales, la Gestión Inteligente de Documentos y un software para Gerencia de Legales, para lo cual, inclusive, ha fortalecido sus niveles de seguridad informática y la renovación de sus insumos. Además, proyecta potenciar la utilización de la web para su vinculación con los potenciales demandantes de las garantías a través de aplicaciones y una interfaz tecnológica para socios protectores – de forma tal que puedan seguir el rendimiento de sus inversiones, entre otras cosas.

Administración de activos

GTZ cuenta con un manual de políticas de riesgos, donde están documentados los procedimientos aplicables en materia de análisis de crédito, con el fin de proceder a la clasificación de los socios partícipes, en cumplimiento de las disposiciones de la Sepyme y el BCRA. Asimismo, se establecen los niveles que intervienen en el análisis y decisión del otorgamiento de las facilidades crediticias, según las atribuciones de cada uno de ellos.

El procedimiento de riesgos se mantiene centralizado en la casa matriz de GTZ. La Gerencia de Riesgo y de Operaciones (GRO) es la responsable del desarrollo, implementación y administración de la política de créditos de la entidad, siguiendo los lineamientos establecidas por el Consejo de Administración. La GRO está compuesta por el gerente de quien depende una Gerencia de Riesgo Tradicional compuesta por 2 jefes de riesgo y 13 analistas de riesgos con una vasta experiencia en el análisis de riesgo Pyme; a la vez que se estructuró una nueva Gerencia de Riesgo Express compuesta por un jefe de área, 6 analistas de riesgos y 2 asistentes administrativos. La Gerencia de Riesgo Express trata operaciones de garantías productivas de hasta $1 millón y garantías express de hasta $3 millones con el compromiso de ser analizado en 72 horas. Mientras que la Gerencia de Riesgo Tradicional analiza operaciones de mayor monto. Además, depende de esta Gerencia, las áreas de instrumentación y Calificación técnica de la documentación.

La Comisión de Garantías es un órgano colectivo cuyo objetivo es el tratamiento de las solicitudes de garantías recibidas de los socios partícipes y el de las contragarantías propuestas, a fin de elevar al Consejo de Administración una recomendación acerca del otorgamiento o no de los avales solicitados. La Comisión se reúne semanalmente.

Los niveles de aprobación son adecuados y con una buena composición de recursos. El nivel 1, por hasta $6 millones en garantías financieras ($10 millones en cheques u $8 millones en riesgo vivo consolidado directo) es aprobado por una comisión compuesta por tres gerentes

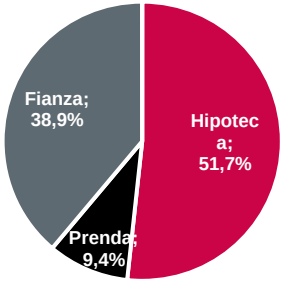
(Comercial, Riesgos y Gerencia General); el Nivel 2 que alcanza hasta los $10 millones ($15 millones en cheques o riesgo vivo consolidado directo) las evalúa el comité anterior más un Director y un Síndico; y el Nivel 3, por montos superiores, lo evalúa el comité de Nivel 2 más el Responsable de control técnico de la documentación y se reúne semanalmente. El monto máximo de garantía a otorgar, fijado por el Consejo de Administración, por encima de los niveles previamente mencionados son sólo para proyectos de inversión y si se cumplen ciertos parámetros de calificación y trayectoria. El Consejo de Administración es la instancia final de aprobación o rechazo de los avales, constituyendo el único órgano autorizado para aprobar la emisión de las garantías.

Como mencionamos anteriormente, actualmente el área se encuentra abocada a la implementación y adaptación de un sistema de scoring. FIX considera que la puesta en marcha de este sistema constituye uno de los desafíos más importantes para este año, dado el volumen operativo que alcanzó Garantizar, por lo que se estima necesario la puesta en marcha del nuevo software para que la entidad mantenga una política de otorgamiento más ágil y controlada. Además, la GRO ha implementado un nuevo sistema que le permite homogeneizar la información solicitada para realizar el análisis, la cual es ingresada el sistema por recursos administrativos del área, posibilitando mayor tiempo para realizar el análisis. Asimismo, a los efectos de atender picos de demanda de análisis de legajos, GTZ realizó con recursos externos capacitación in Company de las nuevas tecnologías y provisión de nuevas herramientas tecnológicas.

El plazo de revisión de las carpetas de las Pymes es extenso (ronda 1 año), en parte debido a la documentación solicitada a los socios partícipes, quienes usualmente se demoran. No obstante, GTZ ha instrumentado desde 2011 un sistema de monitoreo que cruza su base de clientes con los bureau de crédito que genera alertas tempranas ante un deterioro en la calificación crediticia de sus clientes y así accionar en forma preventiva. Este sistema le ha permitido mitigar el riesgo que implica un extenso período de revisión de los legajos.

GTZ cuenta con un Área de Alerta temprana y Recupero Prejudicial y otra de Negociación Judicial, que depende de la Gerencia de Legales. El área inicia la gestión de cobranza a partir de recibir la intimación de pago. Si bien, a los 90 días de mora los casos pasan a gestión judicial en el que intervienen estudios legales externos, en paralelo la gerencia continúa la gestión del recupero. Se observa una adecuada alineación entre los intereses de los estudios judiciales externos y los objetivos de la SGR. Además, de la Gerencia de Legales depende un área de Asesoría Legal y Auditoría de Estudios Externos, la cual controla el avance de los expedientes de los casos cuya gestión de cobro está tercerizada en estudios jurídicos.

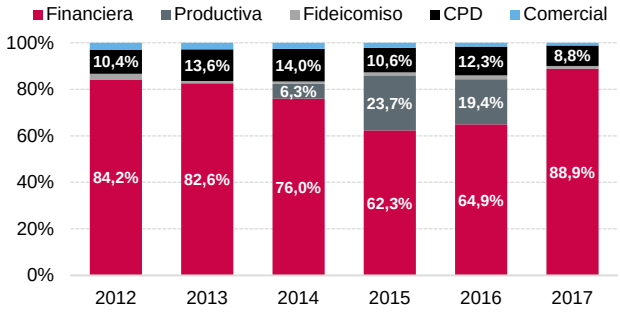
Gráfico #2: Contragarantías



Fuente: Garantizar SGR

La política interna de Garantizar es solicitar contragarantías por al menos el 100% de las garantías otorgadas, mientras que el documento utilizado para su instrumentación depende del plazo, del monto de la operación y del track record que la compañía tenga con GTZ. A dic'17, el 51,7% de las contragarantías son hipotecas sobre inmuebles comerciales, mientras que las prendas o warrants concentran el 9,4%, entre ambas representaban poco más del 60% de las garantías emitidas vigentes, nivel que exhibe un relativo

Gráfico #3: Riesgo Vivo por Producto



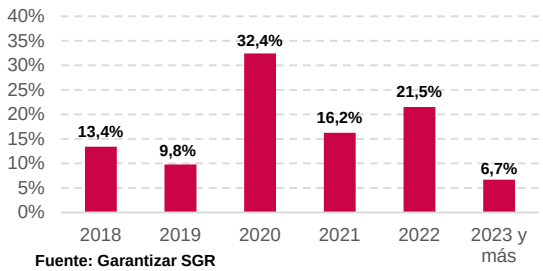
Fuente: Garantizar SGR

deterioro respecto del último cierre de ejercicio (68,39%) como del promedio de los últimos cinco cierres (71,42%).

El riesgo vivo de la SGR registra una significativa expansión, con un marcado crecimiento en su volumen de avales (+70,9%) impulsado por un contexto de tasas de financiación bajas para el segmento de PyMES. La línea que más contribuyó al aumento del RV fue la garantía financiera, cuya variación alcanzó el 133%, sumado al hecho de que es el tipo de garantía con mayor peso dentro del total de avales de la entidad (88,9%).

Para 2018, GTZ proyecta un crecimiento del 64% en el stock de su riesgo vivo, impulsado principalmente por garantías financieras y no se descarta que la entidad alcance un incremento superior en sus garantías emitidas por la tracción que podría otorgarle otras líneas tales como cheques de pago diferido y obligaciones negociables PyMe garantizadas.

Gráfico #4: Caída del Riesgo Vivo



Fuente: Garantizar SGR

FIX estima probable que este dinamismo se conserve en la medida que las políticas económicas del actual gobierno continúen incentivando la inversión de las PyMES, mediante reducciones del costo impositivo y fondeo a bajas tasas de interés, tal como se observó durante los últimos años.

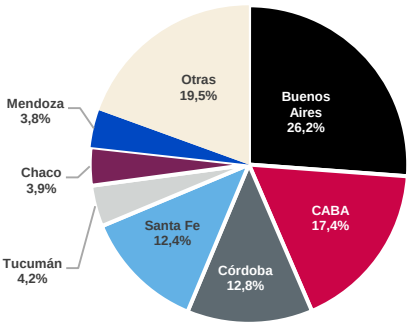
Dada la alta participación de las garantías financieras dentro de stock de avales vigentes y el hecho de que son a mediano plazo (duración promedio de 48 meses), le provee una buena estabilidad al flujo de comisiones de la SGR. En este contexto, a dic'17, el 77% de los avales vigentes vencen con posterioridad al 2020.

El RV exhibe una buena diversificación por avalado, por región geográfica y por sector económico. Respecto de la distribución por monto de los avales, las 10 mayores garantías concentran el 3,2% del riesgo vivo, a la vez que la garantía financiero promedio asciende a $1.6 millones.

La sociedad registra una concentración en los agentes de monetización, dado que cerca el 60,0% del riesgo vivo fue monetizado a través del BNA, que demuestra el soporte operativo que le provee su principal socio protector. Si bien, esta concentración se ha ido reduciendo paulatinamente en los últimos años (dic'16: 61,1% y dic´15: 72.5%), y la entidad proyecta incrementar la monetización de sus garantías a través de otras entidades bancarias privadas y públicas, se prevé que la concentración en BNA continuará siendo relevante debido a que es su mayor socio protector, es el principal banco del sistema y a las buenas condiciones crediticias que ofrece a las pymes respecto del resto de las entidades. En este contexto, la entidad tiene como objetivo estratégico consolidar las actividades comerciales con los 6 principales bancos de mayor monetización (Santander, Macro, Supervielle, entre otros) en el ejercicio 2017 – sin considerar BNA/BICE y llevar acciones específicas para el desarrollo comercial con el BaPro.

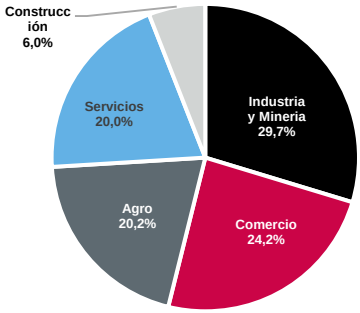
Las garantías vigentes en moneda extranjera representan el 3,0% del riesgo vivo y el 6,1% del fondo de riesgo. Sin embargo, la entidad conserva una elevada posición de inversiones en dólares (representaban 6,2 veces los avales vigentes en dólares) que limitan el riesgo de descalce de moneda ante un eventual escenario de depreciación del tipo de cambio. Si bien,

Gráfico #5: RV por Provincia



Fuente: Garantizar SGR

Gráfico #6: RV por Sector



Fuente: Garantizar SGR

la alta posición de moneda extranjera de las inversiones lo expone al riesgo de apreciación del valor del peso, este escenario se mantiene poco probable a corto plazo.

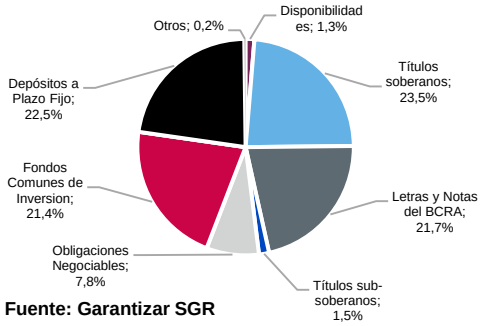
GTZ mantiene como objetivo la capacidad de recupero de avales caídos, situación que le ha permitido históricamente regularizar progresivamente la cartera de socios en legales y disminuir los niveles de mora histórico de la compañía. En este contexto, a dic'17, el indicador de recupero de avales caídos en los últimos 12 meses ascendió al 102,4% (incluido el recupero de avales no vigentes o irrecuperables).

De esta forma, el nivel de mora de la cartera, medido como las garantías pagadas netas de recuperos sobre el total de avales otorgados histórico, representa menos del 1% a dic'17. Por su parte, considerando la calificación de los socios partícipes con riesgo vivo según el BCRA, la cartera irregular alcanzaba al 1.1%.

Inversiones

El FR representa el respaldo que ofrece Garantizar por las garantías emitidas. Su administración y políticas de inversiones se encuentran reguladas por el BCRA y el Ministerio de Producción a través de la Secretaría de Emprendedores y Pymes.

Gráfico #7: Inversiones - A dic'17

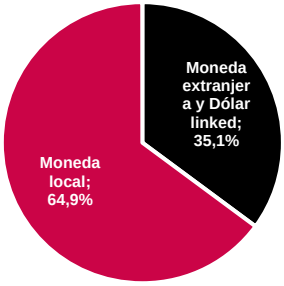


Fuente: Garantizar SGR

El FR es administrado por GTZ, para lo cual mantiene un Comité de Inversiones que fija las políticas de inversión del fondo. Este comité está compuesto por los miembros del Consejo de Administración, la Gerencia General, la Sindicatura, la Gerencia de Administración y Finanzas, la Gerencia de Socios Protectores y el Área de Finanzas y se reúnen semanalmente.

La Gerencia de Administración y Finanzas de GTZ es el área responsable de la administración del fondo. La administración interna del portafolio le brinda una mayor eficiencia en la gestión de las inversiones por la utilización del flujo de información (vencimientos, mora, retiros de aportes) y menores costos de intermediación. El sistema que utiliza la gerencia para la administración del FR es Mercap, el cual valúa – según parámetros establecidos por la SGR y su auditor –, incorpora límites de tenencias establecidos por el Comité de Inversión y por normativa y alerta sobre vencimientos, entre otros aplicativos.

Gráfico #8: Inversiones por moneda



Fuente: Garantizar SGR

La posición de inversiones de la SGR, dentro de los límites establecidos por la normativa, busca preservar una buena combinación de liquidez y optimización del rendimiento para los aportantes al fondo. La cartera de inversiones mantiene una significativa diversificación por instrumentos y una considerable posición en instrumentos en moneda extranjera. No obstante, las posiciones que mantienen por instrumento y moneda no son rigidos en el tiempo sino que el Consejo de Administración se reúne una vez al mes para definir los limites por tipo de activo y exposición cambiaria. A dic'17, la cartera de inversiones estaba mayormente invertida en títulos públicos (23,5%, sin incluir títulos del BCRA), depósitos a plazo fijo (22,5%), Letras del BCRA (21,7%) y fondos comunes de inversión (21,4%). Mientras que las inversiones en moneda extranjera (incluidos los instrumentos dólar linked) representan aproximadamente el 35,1% del fondo.

Los activos de mayor liquidez (depósitos a plazo + disponibilidades + lebacs) representaban el 25,4% de las garantías vigentes a dic'17, mientras que si incorporamos los títulos públicos, el indicador asciende a 38,6%. Por su parte, los activos con vencimientos a tres meses representan 3,1 veces el vencimiento de avales para igual período de tiempo.

A dic'17, el rendimiento de las inversiones del FR alcanzó del 23%, indicador que compara adecuadamente respecto del observado en dic'16 (24,7%). Si bien la entidad proyecta que para el cierre del presente año, el rendimiento ronde el 18% según su presupuesto, si se considera la trayectoria actual de las tasas previstas y la composición por moneda que estimada para la cartera, el rendimiento del FR podría alcanzar entre 150 y 200 pb por encima de la tasa de referencia para depósitos mayoristas privados.

FIX estima que la entidad continúe con su administración prudente de las inversiones en el mediano plazo, un rendimiento promedio similar a la tasa de interés de referencia para los depósitos (Badlar) y preservando buenos niveles de liquidez inmediata.

Desempeño Financiero

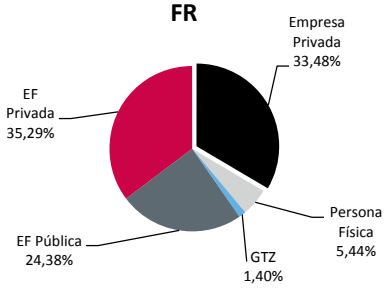
GTZ mantiene adecuados niveles de rentabilidad sustentados en un marcado crecimiento de su escala de negocios, que le han permitido lograr ganancias de eficiencia en su operatorio, sumado a la baja incobrabilidad de su cartera que reduce el impacto de las previsiones sobre sus resultados. Asimismo, cabe destacar que la elevada duration de su cartera (48 meses) le da previsibilidad y estabilidad en el flujo de comisiones.

De esta forma, el retorno sobre activos de la SGR se ubicó en torno al 5,9% (vs. 10,8% a dic'16). El descenso en los indicadores de rentabilidad se encuentra asociado al significativo aumento del FR – concentrado fundamentalmente durante el último trimestre del año –, el cual creció hasta los $6.000 millones desde $4.800 en sep'17.

En términos nominales, los resultados de GTZ crecieron 67,2%, impulsados por las comisiones derivadas de las garantías financieras otorgadas (+87,4%) y los ingresos por la administración del Fondo de Riesgo (+126,6%). Entre estos dos conceptos concentran el 53,7% de los ingresos totales de la SGR (exceptuando el resultado del FR).

Cabe señalar que a partir del incremento en el volumen de garantías otorgadas – producto tanto del crecimiento de la fuerza comercial como de la digitalización del proceso –, las comisiones cubren el 82% de los gastos de administración (vs. 67% a dic'16). Asimismo, si bien la SGR, durante 2016, había decidido bajar las comisiones sobre nuevos aportes a socios protectores, el significativo incremento del FR ha generado un flujo de comisiones sobre las remuneraciones cedidas por los socios protectores que cubre cerca del 40% de sus gastos de administración, las cuales están ligadas al buen desempeño de sus inversiones. GTZ decidió que para 2017, las comisiones sobre los nuevos aportes vuelvan a incrementarse.

Gráfico #9: Composición del FR



Fuente: Garantizar SGR

Solvencia

El incremento del FR puede provenir de: el aporte de los socios protectores, los rendimientos de la Inversión del propio Fondo de Riesgo, el recupero de las garantías abonadas y las asignaciones de los resultados de la sociedad. Mientras que el FR puede verse disminuido por el afrontamiento de las garantías caídas o bien por el retiro de aportes del socio protector cuando se cumple el plazo mínimo de dos años exigido por la regulación para permanecer en la SGR. Sin embargo, GTZ registra un elevado índice de renovación de los aportes e históricamente el volumen de su FR ha sido creciente. Durante 2017, GTZ registró aportes netos por cerca de $1.938,4 millones. Este significativo incremento se encuentra en línea con el aumento del FR

registrado en el ejercicio 2016 ($2.112,2 millones), el cual fue el más alto históricamente registrado por la compañía. A dic'17, el FR de GTZ alcanzaba $5.957,9 millones.

Durante feb'18, GTZ solicitó a la Subsecretaría de Financiamiento de la Producción un autorización de aumento del FR en $1.000 millones, la cual se encuadra dentro de la estrategia de mantener una apalancamiento del RV en torno a 2 veces el FR. En este contexto, y teniendo en cuenta los $20.000 millones proyectados de RV, la entidad podría terminar el año con un Fondo de Riesgo cercano a los $10.000 millones, lo que implicaría una solicitud de autorización de ampliación del FR de $4.000 millones para todo 2018.

En el último año, GTZ ha mantenido la diversificación por aportante, particularmente en entidades financieras, a pesar del significativo incremento en el FR, mientras que BNA y empresas vinculadas continúa siendo su principal socio protector (17,5% del total del fondo de riesgo), entidad que actualmente, BNA está calificada en AAA(arg), con Perspectiva Estable por FIX. Hacia delante, se espera que la participación dentro del FR de BNA se mantenga y que GTZ siga sumando nuevos protectores, donde se observa que a entidad denota interés por parte de nuevos socios que quieren sumarse, impulsado en parte por el importante beneficio impositivo que otorgan las SGR, la baja de tasas estimada y el posible impacto que podría derivar del sinceramiento fiscal reciente.

Cabe aclarar que el FR se puede aumentar cuando su grado de utilización alcance alguna de los siguientes niveles: a) un promedio del 160% (ponderado de acuerdo a la norma vigente) durante los últimos 12 meses a la solicitud de ampliación requerida por la SGR al ente de contralor, b) 200% en los 6 meses previos, c) 250% por los 3 meses anteriores. Asimismo, en aquellos casos en donde un socio protector, para acceder a beneficios impositivos, decida efectuar una reimposición de sus aportes, podrá llevarla a cabo siempre y cuando se verifique: i) el aporte a reimponer haya cumplido con el plazo mínimo de dos años de pertenencia en el FR; y ii) el promedio del saldo neto por garantías vigentes alcanzando durante el periodo de permanencia haya logrado un grado de utilización de, al menos, el 160%.

GTZ cumple ambos requisitos, alcanzando un grado de utilización de aproximadamente FR del 200%. Como puede observase en el Anexo estadístico, a pesar del importante crecimiento que registró su FR recientemente, el nivel de apalancamiento de GTZ aumentó levemente desde 180,1% a dic'16 a 208,5% a dic'17. En este sentido, FIX estima probable que el apalancamiento de la sociedad se ubique en torno a las 2 veces el FR, teniendo en cuenta sus políticas de administración y lo manifestado por sus directivos.

Por último, la Subsecretaría de Financiamiento de la Producción dispuso establecer, a partir del 1 de abril, nuevos ponderadores de garantías, en función del tamaño de empresa y de los plazos de la garantía para aumentar el grado de utilización de los Fondos de Riesgo del sistema de SGR's. En este contexto, FIX estima que la nueva normativa no va impactar significativamente el grado de utilización del FR de GTZ a partir de la adecuada distribución de plazos de garantías de la entidad y de la elevada atomización en la asistencia a sus socios partícipes. Asimismo, FIX espera que dichas modificaciones promuevan un mayor volumen de avales a MiPyMes, materializado en un mayor apalancamiento del sistema de SGR's y un aumento de la duration promedio de los respectivos Fondos de Riesgo.

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

Anexo I

Garantizar SGR

Estado Patrimonial

	dic-17		dic-16		dic-15		dic-14		dic-13	
	Anual Miles $	Como % de Activos	Anual Miles $	Como % de Activos	Anual Miles $	Como % de Activos	Anual Miles $	Como % de Activos	Anual Miles $	Como % de Activos
A. ACTIVO RENTABLES										
1. Caja y Bancos	106.319	1,4%	24.161	0,5%	16.687	0,7%	116.124	7,1%	15.317	1,5%
2. Inversiones en Fondo de Riesgo	6.732.383	87,7%	4.532.267	88,8%	2.083.666	84,7%	1.310.399	80,0%	884.558	84,4%
TOTAL A	**6.838.702**	**89,1%**	**4.556.428**	**89,3%**	**2.100.352**	**85,3%**	**1.426.523**	**87,0%**	**899.875**	**85,8%**
B. OTROS ACTIVOS RENTABLES										
1. Créditos	408.447	5,3%	266.016	5,2%	209.986	8,5%	117.105	7,1%	101.703	9,7%
2. Inversiones	342.740	4,5%	220.068	4,3%	103.122	4,2%	67.800	4,1%	34.341	3,3%
3. (Previsiones)	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
TOTAL B	**751.187**	**9,8%**	**486.084**	**9,5%**	**313.108**	**12,7%**	**184.905**	**11,3%**	**136.044**	**13,0%**
TOTAL ACTIVOS RENTABLES (A+B)	**7.589.888**	**98,9%**	**5.042.512**	**98,8%**	**2.413.460**	**98,1%**	**1.611.428**	**98,3%**	**1.035.918**	**98,8%**
D. ACTIVOS FIJOS	**82.069**	**1,1%**	**58.882**	**1,2%**	**42.115**	**1,7%**	**27.488**	**1,7%**	**12.275**	**1,2%**
E. ACTIVOS NO RENTABLES										
1. Caja	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
2. Otros	4.264	0,1%	1.694	0,0%	5.370	0,2%	0	0,0%	6	0,0%
F. TOTAL DE ACTIVOS	**7.676.222**	**100,0%**	**5.103.089**	**100,0%**	**2.460.945**	**100,0%**	**1.638.916**	**100,0%**	**1.048.199**	**100,0%**
G. DEPOSITOS Y FONDEO DE CORTO PLAZO										
1. Deuda Financiera	5.833	0,1%	7.037	0,1%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
TOTAL G	**5.833**	**0,1%**	**7.037**	**0,1%**	**0**	**0,0%**	**0**	**0,0%**	**0**	**0,0%**
H. OTRO FONDEO										
1. Cuentas a Pagar	10.574	0,1%	7.878	0,2%	5.204	0,2%	5.056	0,3%	905	0,1%
2. Deudas Fiscales	23.847	0,3%	15.897	0,3%	33.324	1,4%	16.462	1,0%	8.426	0,8%
3. Otros	1.002.974	13,1%	478.890	9,4%	295.831	12,0%	162.890	9,9%	113.960	10,9%
I. OTROS (que no devengan interés)	**41.936**	**0,5%**	**20.911**	**0,4%**	**11.297**	**0,5%**	**15.232**	**0,9%**	**19.051**	**1,8%**
J. PREVISIONES PARA GARANTIAS OTORGADAS INCOBRABLES	**0**	**0,0%**	**0**	**0,0%**	**0**	**0,0%**	**0**	**0,0%**	**0**	**0,0%**
K. OTRAS PREVISIONES	**7.160**	**0,1%**	**5.470**	**0,1%**	**0**	**0,0%**	**0**	**0,0%**	**0**	**0,0%**
L. PATRIMONIO	**6.583.897**	**85,8%**	**4.567.006**	**89,5%**	**2.115.289**	**86,0%**	**1.439.275**	**87,8%**	**905.856**	**86,4%**
M. TOTAL PASIVO & PATRIMONIO	**7.676.222**	**100,0%**	**5.103.089**	**100,0%**	**2.460.945**	**100,0%**	**1.638.916**	**100,0%**	**1.048.199**	**100,0%**
CUENTAS DE ORDEN										
Garantías Vigentes	**12.198.365**	**158,9%**	**7.138.106**	**139,9%**	**5.302.488**	**215,5%**	**3.023.912**	**184,5%**	**1.968.393**	**187,8%**
Contragarantías Recibidas	**15.793.111**	**205,7%**	**9.531.283**	**186,8%**	**5.308.896**	**215,7%**	**4.197.197**	**256,1%**	**2.761.402**	**263,4%**
FONDO DE RIESGO										
Fondo de Riesgo Disponible	**5.851.138**	**76,2%**	**3.963.659**	**77,7%**	**1.661.488**	**67,5%**	**1.225.389**	**74,8%**	**897.281**	**85,6%**
Fondo de Riesgo Contingente	**106.767**	**1,4%**	**55.875**	**1,1%**	**45.367**	**1,8%**	**31.380**	**1,9%**	**53.433**	**5,1%**
Rendimiento	**219.195**	**2,9%**	**271.763**	**5,3%**	**0**	**0,0%**	**0**	**0,0%**	**0**	**0,0%**

Garantizar SGR

Estado de Resultados

	dic-17		dic-16		dic-15		dic-14		dic-13	
	Anual Miles $	Como % de ct. Rentable	Anual Miles $	Como % de ct. Rentable	Anual Miles $	Como % de ct. Rentable	Anual Miles $	Como % de ct. Rentable	Anual Miles $	Como % de ct. Rentable
Resultado de las operaciones de la SGR										
Comisión por certificados de garantías	322.651	4,3%	175.840	3,5%	175.529	7,3%	95.166	5,9%	58.117	5,6%
Gastos de administración	-452.279	-6,0%	-286.667	-5,7%	-181.501	-7,5%	-115.743	-7,2%	-76.022	-7,3%
Gastos en personal	-283.457	-3,7%	-173.395	-3,4%	-114.730	-4,8%	-74.395	-4,6%	-51.503	-5,0%
Incobrabilidad de créditos por garantías	-3.203	0,0%	-4.012	-0,1%	-683	0,0%	-1.241	-0,1%	-429	0,0%
Resultados financieros y por tenencia	53.409	0,7%	44.665	0,9%	21.255	0,9%	7.545	0,5%	2.382	0,2%
Otros ingresos y egresos	287.475	3,8%	200.449	4,0%	133.330	5,5%	78.173	4,9%	44.896	4,3%
Impuesto a las ganancias	-42.060	-0,6%	-30.996	-0,6%	-26.485	-1,1%	-11.696	-0,7%	-4.727	-0,5%
Resultado neto de la SGR	**165.992**	2,2%	**99.279**	2,0%	**121.445**	5,0%	**52.204**	3,2%	**24.217**	2,3%
Resultado del Fondo de Riesgo										
Resultados financieros y por tenencia	1.057.232	13,9%	658.342	13,1%	415.148	17,2%	235.269	14,6%	115.548	11,2%
Incobrabilidad de créditos por garantías	-19.986	-0,3%	-4.338	-0,1%	9.637	0,4%	14.393	0,9%	-1.431	-0,1%
Otros ingresos y egresos netos	-856.000	-11,3%	-398.857	-7,9%	-212.875	-8,8%	-130.329	-8,1%	-56.104	-5,4%
Resultado neto del FR	**181.246**	2,4%	**255.147**	5,1%	**211.910**	8,8%	**119.333**	7,4%	**58.012**	5,6%
Ganancia del período	**347.238**	4,6%	**354.426**	7,0%	**333.355**	13,8%	**171.537**	10,6%	**82.229**	7,9%
Absorción por parte del Fondo de Riesgo	181.246	2,4%	255.147	5,1%	211.910	8,8%	119.333	7,4%	58.012	5,6%
Resultado neto del período	**165.992**	2,2%	**99.279**	2,0%	**121.445**	5,0%	**52.204**	3,2%	**24.217**	2,3%

Garantizar SGR

Ratios

	dic-17	dic-16	dic-15	dic-14	dic-13
	Anual	Anual	Anual	Anual	Anual
I. RENTABILIDAD					
1. Resultado Neto / Patrimonio (prom.)	6,62%	11,93%	19,53%	15,89%	12,30%
2. Resultado Neto / Activos (prom.)	5,87%	10,82%	17,48%	13,82%	10,39%
3. Resultado SGR / Activo neto del FR	11,07%	12,23%	16,10%	13,66%	24,84%
4. Gastos de Adm. / (Comisiones + Rdo. Financiero y por Tenencia)	31,56%	32,62%	29,66%	34,25%	43,18%
5. Comisiones / Gastos de Administración	71,34%	61,34%	96,71%	82,22%	76,45%
6. Comisiones / Riesgo Vivo	2,65%	2,46%	3,31%	3,15%	2,95%
7. Cargos por previsiones / Resultado de Ejercicio	6,68%	2,36%	2,69%	7,67%	2,26%
8. Ganancias de inversiones / Activos Totales (prom.)	18,78%	21,47%	22,88%	19,56%	14,90%
9. Rendimiento del FR neto de previsiones / FR Prom.	3,88%	9,56%	13,56%	11,89%	9,20%
II. CAPITALIZACION					
1. Patrimonio Neto / Activos Totales	85,77%	89,49%	85,95%	87,82%	86,42%
2. Patrimonio / Garantías Netas de Previsiones	53,97%	63,98%	39,89%	47,60%	46,02%
3. Fondo de Riesgo / Activos Totales	80,47%	84,09%	69,36%	76,68%	90,70%
4. Garantías Emitidas Vigentes / Fondo de Riesgo (veces)	197,48%	166,34%	310,66%	240,61%	207,04%
5. Apalancamiento Real (*)	208,48%	180,09%	319,14%	246,77%	219,37%
6. Distribución de Rendimiento (12 meses) / Rendimiento (12 meses)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
7. Capitalización del Rendimiento (12 meses) / FR Prom.	3,88%	9,56%	13,56%	11,89%	9,20%
8. Aportes Netos de Retiros de 12 meses / FR Prom.	35,84%	79,77%	22,73%	36,54%	40,68%
III. LIQUIDEZ					
1. Activos líquidos / Riesgo Vivo	58,87%	66,92%	41,56%	49,42%	47,46%
2. Calce en moneda extranjera (Inversiones / Riesgo Vivo) (veces)	6,14	14,82	6,05	-	-
3. Liquidez inmediata (Inversiones 90ds / Riesgo Vivo 90ds) (veces)	3,10	2,04	1,78	-	-
IV. CALIDAD DE ACTIVOS					
1. Crecimiento de Garantías Otorgadas	63,57%	23,31%	59,41%	54,09%	74,75%
2. Crecimiento de Riesgo Vivo	70,89%	34,62%	75,35%	53,62%	47,43%
3. Garantías irregulares / Patrimonio + Previsiones	1,94%	1,55%	2,57%	11,08%	16,56%
4. Garantías irregulares / Riesgo Vivo	1,05%	1,00%	1,04%	5,27%	7,62%
5. Previsiones / Riesgo Vivo	0,48%	0,48%	0,49%	0,75%	0,00%
6. Garantías irregulares - Previsiones / Patrimonio	1,06%	0,82%	1,38%	9,51%	16,56%
7. Cargos por incobrabilidad / Resultado Neto del FR	-11,03%	-1,70%	4,55%	12,06%	-2,47%
8. Previsiones / Garantías irregulares	45,91%	47,83%	47,10%	14,14%	0,00%
9. Avales Recuperados (12 meses) / Avales Pagadas (12 meses) (%)	102,44%	111,96%	84,96%	65,73%	75,58%
10. Mora Trimestral (%)	0,55%	0,49%	-3,96%	0,89%	0,55%
11. Mora Histórica (%)	0,55%	0,59%	1,05%	1,57%	1,97%
12. Contragarantías / Garantías emitidas	129,47%	133,53%	100,12%	138,80%	140,29%
13. Contragarantías reales / Garantías Emitidas	81,83%	91,32%	63,71%	108,13%	113,80%

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

Anexo II
Dictamen

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO "afiliada de Fitch Ratings" - Reg. CNV N° 9 reunido el 18 de abril de 2018, **subió** la Calificación Nacional de Largo Plazo de Garantizar SGR a **AA(arg) Perspectiva Estable** desde AA-(arg) Perspectiva Positiva.

Asimismo, ha decidido **confirmar*** la Calificación Nacional de Corto Plazo en **A1+(arg)**.

La suba de calificación de GTZ refleja el crecimiento y favorable desempeño que muestra la entidad, sostenido por la expansión de su escala de negocios que le ha permitido la significativa inversión en tecnología y su ambiciosa estrategia comercial. Cabe mencionar que la expansión de la escala le ha permitido lograr ganancias de eficiencia en su operatoria, que se suma a la baja incobrabilidad de la cartera, reduciendo el impacto de previsiones sobre el resultado.

Categoría AA(arg): implica una muy sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. El riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de los emisores o emisiones mejor calificados dentro del país.

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 A1(arg): Indica una muy sólida capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Cuando las características de la emisión o emisor son particularmente sólidas, se agrega un signo "+" a la categoría.

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

Nuestro análisis de la situación de la entidad se basa en el balance al 31.12.2017 auditado por KPMG y la Sindicatura General de la Nación, quien expresa que los estados contables de Garantizar SGR, reflejan razonablemente, en todos sus aspectos significativos, la situación patrimonial y financiera de la sociedad a la fecha señalada, los resultados de sus operaciones, las variaciones de su patrimonio neto y el flujo de efectivo por ese ejercicio, de conformidad con las normas contables profesionales de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

* 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.

La presente calificación se determinó en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por el emisor de carácter privado y la siguiente información pública:

- Balance General auditado al 31.12.2017, disponible en *www.bolsar.com.*
- Estados contables trimestrales (último 30.09.2017), disponible en *www.bolsar.com.*

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

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y

ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE:

HTTP://WWW.FIXSCR.COM. 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.

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 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, 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.