

FINANCIAMIENTO ESTRUCTURADO

Informe de Calificación Inicial

Fideicomiso Financiero Su crédito Serie XXIII

1 de noviembre de 2022

Este reporte está basado en información provista a septiembre de 2022. Este reporte no constituye una recomendación para comprar, mantener o vender instrumentos. La información subsecuente podría resultar en la asignación de una calificación distinta a la calificación asignada.

CONTACTO ANALÍTICO PRINCIPAL

Tomás Benzaquen
Buenos Aires
+(54) 11 4891-2164
tomas.benzaquen
@spglobal.com

Calificaciones en la escala nacional para Argentina

Clase	Calificación (i)	Monto Inicial (ARS) (ii)	Tasa de Interés (iii)	Subordinación Inicial	Vencimiento Legal
VDF A	raAAA (sf)	Hasta 1.175.000.000	B+100 bps [Min 70%; Max 82%]	13,9%	Junio 2025
VDF B	raBB+ (sf)	Hasta 110.000.000	B+200 bps [Min 71%; Max 83%]	5,8%	Junio 2025
VDF C	raCCC (sf)	Hasta 50.000.000	B+300 bps [Min 72%; Max 84%]	2,2%	Junio 2025

VDF - valores de deuda fiduciaria. ARS - pesos argentinos.

(i) La calificación está sujeta a cambios en cualquier momento. Esta define la capacidad del emisor para hacer pagos del principal e interés sobre las notas.

(ii) El monto de los VDF A, VDF B y VDF C puede sufrir variaciones en la fecha de emisión.

(iii) "B" equivale a la Tasa BADLAR Bancos Privados que surge del promedio diario de tasas de interés pagadas por los bancos privados de la República Argentina para depósitos en pesos por un monto mayor a un millón de pesos por periodos de entre 30 y 35 días. "bps" equivale a puntos básicos.

A la fecha del presente comunicado, la emisión aquí mencionada no ha sido aún colocada en el mercado, por lo que algunos o todos los supuestos y factores tomados en cuenta por S&P Global Ratings para asignar la calificación podrían tener modificaciones durante el proceso de cierre y colocación y ello derivar en la modificación de la calificación asignada.

CONTACTO SECUNDARIO

José Coballasi
Ciudad de México
+(52) 55 5081-4414
jose.coballasi
@spglobal.com

Resumen de la Emisión

Fecha de emisión estimada	Noviembre de 2022
Autorización de la emisión	Emisión autorizada por el Directorio de Valle Fértil S.A. en sus reuniones de fecha 21 de diciembre de 2020, 9 de marzo de 2021 y 14 de junio de 2022
Activo Subyacente	Créditos originados por Valle Fértil S.A., derivados de la utilización de las tarjetas de crédito Su crédito
Fecha de vencimiento esperada (correspondiente al monto máximo de emisión)	Valores de Deuda Fiduciaria Clase A: 25 de noviembre de 2023 Valores de Deuda Fiduciaria Clase B: 25 de abril de 2024 Valores de Deuda Fiduciaria Clase C: 25 de septiembre de 2024

Participantes

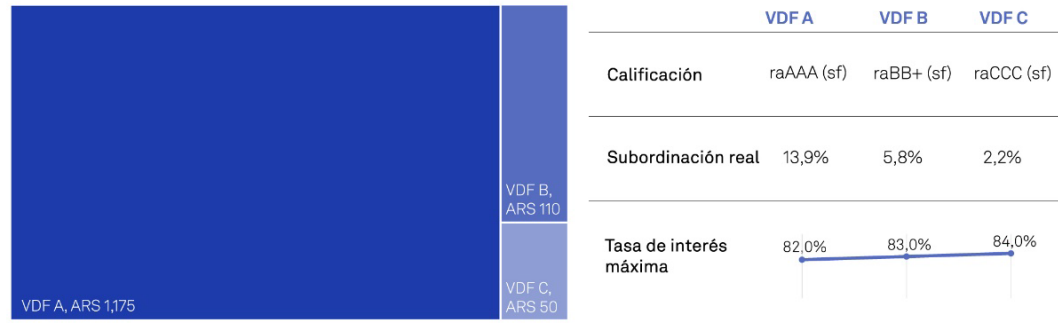
Fiduciario/Organizador	Banco de Valores S.A.
Fiduciante/Administrador/Agente de Cobro/Fideicomisario	Valle Fértil S.A.
Agente de control y revisión	Daniel H. Zubillaga

Fideicomiso Financiero Sucrédito Serie XXIII

Continúa su proceso de crecimiento sostenido y profundiza la expansión de sus operaciones en la región

Estructura de capital

ARS 1.135 millones



Activo subyacente

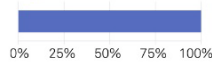


Tarjetas de crédito regionales

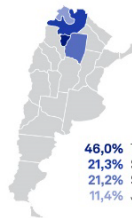
Forma de cobro



Pago voluntario

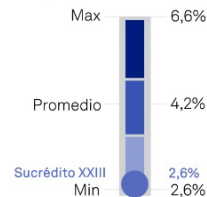


Concentración geográfica



Escenario base de pérdida

Tarjetas de crédito regionales



Fuente: S&P Global Ratings.
Copyright © 2022 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Fundamento de la Calificación

S&P Global Ratings asignó sus calificaciones de deuda de largo plazo en escala nacional para Argentina de 'raAAA (sf)' a los valores de deuda fiduciaria clase A, de 'raBB+ (sf)' a los valores de deuda clase B, y de 'raCCC (sf)' a los valores de deuda fiduciaria clase C del Fideicomiso Financiero Sucrédito Serie XXIII. Las calificaciones otorgadas a los valores de deuda fiduciaria clase A, clase B y clase C se sustentan en los siguientes aspectos:

Calidad crediticia de los activos securitizados: Después de analizar la cartera total del fiduciante, el comportamiento de las series previamente securitizadas (o titulizadas), y de determinar las pérdidas y supuestos aplicables para cada categoría de calificación, consideramos que los niveles de protección y mejoras crediticias disponibles, que consisten en una subordinación inicial equivalente al 13,9%, 5,8% y 2,2% calculada sobre el saldo de capital inicial para los valores de deuda fiduciaria clase A, clase B y clase C, respectivamente, en un diferencial de tasas entre la tasa de los créditos a ser cedidos al fideicomiso financiero y las tasas de interés que pagarán los valores de deuda fiduciaria, y en una sobreintegración equivalente al 16,7% del valor fideicomitado, son adecuados con el nivel de calificación asignado.

Mecánica del flujo de fondos: Aplicamos diversos escenarios de estrés crediticios con el propósito de medir la fortaleza crediticia del flujo de fondos de la transacción de acuerdo con los criterios de S&P Global Ratings para este tipo de activos. La estructura secuencial de pagos implica que sólo se pagarán intereses y capital de los valores de deuda fiduciaria clase A hasta que estos se cancelen totalmente. Una vez que estén completamente repagados, se procederá al pago de capital e intereses de los valores de deuda fiduciaria clase B. Por último, se cancelarán los valores de deuda

fiduciaria clase C. Este tipo de estructura les brinda una mayor protección a los valores de deuda fiduciaria clase A y garantiza que, en momentos de crisis de liquidez, todos los fondos del fideicomiso estén disponibles para repagar a sus inversores.

Riesgos de contraparte: Consideramos que, en línea con nuestras metodologías, los niveles de aforo disponibles son suficientes para mitigar el nivel de exposición que tiene el presente fideicomiso tanto a la cuenta fiduciaria como al administrador de los créditos por el riesgo de fungibilidad de fondos.

Riesgos operativos y administrativos: Hemos analizado a Valle Fértil S.A. por su rol como administrador y fiduciante. Consideramos que las calificaciones asignadas se encuentran en línea con nuestra evaluación sobre el riesgo de severidad, el riesgo de portabilidad, las condiciones operativas y los atributos clave de desempeño presentes para esta transacción, y que Valle Fértil S.A. posee adecuados sistemas de cobranza y seguimiento de deudores morosos.

Riesgos legales y regulatorios: La estructura legal de la serie que calificamos se adecua a las operaciones cubiertas por la legislación sobre fideicomisos, y se encuentra en línea con nuestros criterios legales. Asimismo, consideramos que la transferencia de los activos al fideicomiso conforma una venta verdadera, y que los mismos representan un patrimonio separado del fiduciante y del fiduciario, por lo que se encuentran exentos de la acción legal de los acreedores de tales partes.

Estabilidad de las calificaciones: Dentro de los escenarios analizados, no esperamos cambios en las calificaciones en el corto plazo.

Los valores de deuda fiduciaria clase C son vulnerables a un incumplimiento de pago y dependen de condiciones del negocio, económicas y financieras favorables para que el deudor cumpla con su compromiso financiero con dicha obligación. Al encontrarse totalmente subordinados en la cascada de pagos, cualquier escenario de estrés que afecte el desempeño del activo subyacente, como, por ejemplo, el incremento en los niveles de mora y/o precancelaciones, afectaría su capacidad de repago.

Las calificaciones de los valores de deuda fiduciaria señalan la probabilidad de pago en tiempo y forma de los intereses y la devolución del capital a la fecha de vencimiento legal de los mismos.

Estructura Financiera del Fideicomiso

Valle Fértil S.A. transfirió en forma irrevocable a Banco de Valores S.A. una cartera revolviente de créditos derivados de la utilización de las tarjetas de crédito Sucrédito. En contrapartida, el fiduciario emitirá valores de deuda fiduciaria clase A, valores de deuda fiduciaria clase B y valores de deuda fiduciaria clase C. Además, la transacción contará con una sobreintegración de ARS267.321.832. El vencimiento legal de los valores de deuda fiduciaria se producirá a los 270 días de la fecha de vencimiento normal del crédito de mayor plazo de la cartera cedida.

Calidad Crediticia de los Activos Securitizados

Fiduciante

Valle Fértil S.A. fue fundada en 1996 en la Provincia de Tucumán como una empresa regional de tarjetas de crédito, que opera la marca Sucrédito desde el año 2000. Desde 2006, el nuevo directorio inició un proceso de desarrollo y crecimiento sostenido de la marca. En la actualidad, la compañía brinda servicios financieros a un segmento de público principalmente no bancarizado del

noroeste argentino, con base en San Miguel de Tucumán, y a través de once sucursales distribuidas entre las provincias de Tucumán, Santiago del Estero, Salta y Jujuy. Además, trabaja con más de 20.000 comercios adheridos y tiene más de 200.000 socios activos. A septiembre de 2022, la compañía contaba con 244 empleados.

Características de la Cartera Securitizada

El activo fideicomitado estará compuesto por créditos derivados de la utilización de la tarjeta Sucrédito. Los créditos representan derechos contra los tarjetahabientes de las cuentas elegibles originados por adelantos en efectivo, débitos automáticos y/o consumos de bienes y servicios.

Tabla 1

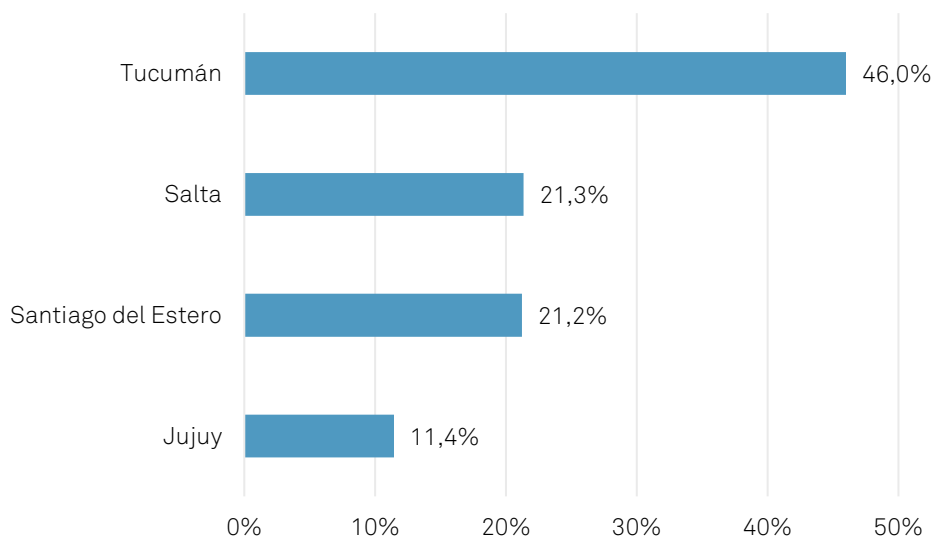
Características de la Cartera Inicial

Concepto	Cartera inicial*
Saldo de capital	ARS1.364.636.941
Saldo de interés	ARS597.825.255
Valor nominal	ARS1.962.462.195
Valor fideicomitado	ARS1.602.321.832
Cuentas cedidas	23.309
Cuotas cedidas	512.021
Saldo de capital promedio (por cuenta)	ARS58.545
Plazo remanente ponderado por valor nominal (meses)	11,4

* La suma de las cifras contenidas en los siguientes puede no resultar en números exactos debido al redondeo de decimales.

Gráfico 1

FF Sucrédito Serie XXIII: Distribución geográfica



Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida por el organizador.

Copyright © 2022 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

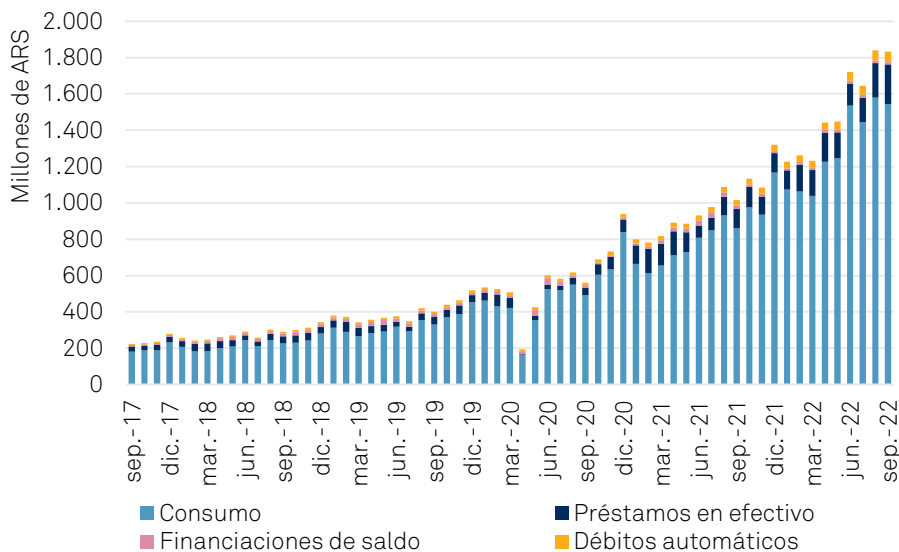
Comportamiento histórico de los activos

El gráfico a continuación presenta la evolución de los niveles de originación de Valle Fértil por producto desde septiembre de 2017 hasta septiembre de 2022. El comportamiento de los niveles de originación se encuentra en línea con el ciclo de consumo que suele observarse en este tipo de productos, con niveles más altos hacia el final de cada año asociados a festividades que impulsan los niveles de consumo. Los niveles de originación han mantenido una tendencia creciente en términos nominales durante los últimos años, a excepción de marzo y abril de 2020, como consecuencia de las medidas de aislamiento social, preventivo y obligatorio implementadas por el gobierno nacional para contener los contagios del COVID-19. Sin embargo, a partir de junio 2020, la compañía recuperó sus niveles de originación anteriores a la pandemia.

En los últimos 12 meses, los niveles de originación acumulados tuvieron un incremento interanual de 62,9% en comparación con los 12 meses anteriores, lo cual responde en parte a los esfuerzos comerciales de la compañía por sumar beneficios y promociones a sus clientes, y a los ajustes en los límites de la tarjeta dado los niveles de inflación y el aumento de los ingresos en términos nominales. Sin embargo, al incorporar la inflación para el mismo período, el crecimiento de la originación fue negativo en términos reales.

Gráfico 2

Valle Fértil: Evolución originación por producto



Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida por el organizador.
Copyright © 2022 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

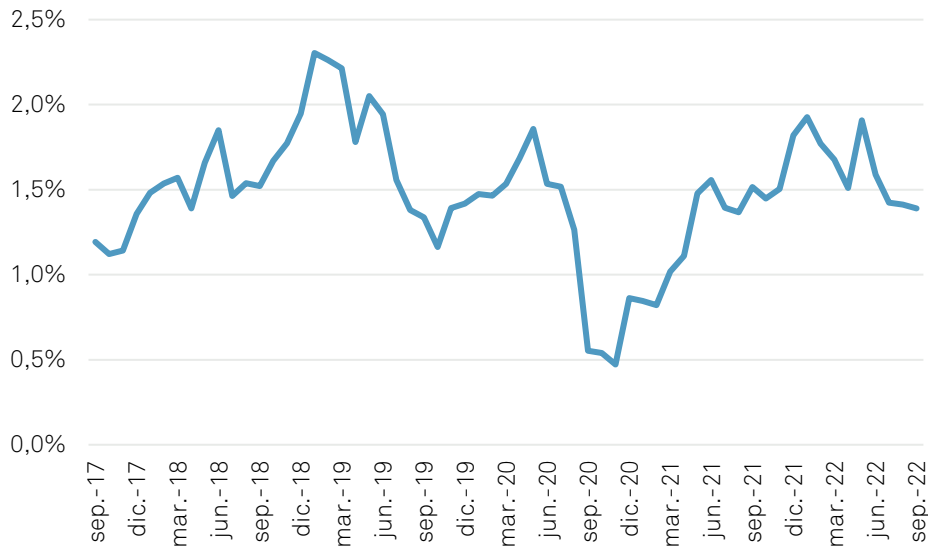
Para determinar la pérdida potencial que podría alcanzar la cartera de créditos del fideicomiso analizamos la información de cartera dinámica originada por el fiduciante. El desempeño se mide con base en la evolución de los créditos incobrables calculados sobre el saldo mensual de deuda total, con un rezago de seis meses para incorporar el plazo promedio de los créditos securitizados. Este ajuste ha sido tenido en consideración ya que, al calcular el porcentaje de incobrabilidad sobre el saldo de cartera total, el crecimiento del saldo por nuevas originaciones podría resultar en una subestimación del nivel de incobrabilidad de la cartera.

El gráfico a continuación presenta el desempeño de los créditos derivados de la utilización de las tarjetas de crédito. Aunque los niveles de incobrabilidad se incrementaron en abril y mayo debido a

la pandemia de COVID-19, el porcentaje alcanzado no superó el máximo alcanzado durante 2019 y desde entonces el porcentaje de créditos incobrables marcó una fuerte tendencia decreciente durante 2020. A pesar de que los niveles de incobrabilidad de Valle Fértil mantuvieron una tendencia creciente durante 2021 dadas las desafiantes condiciones macroeconómicas, los índices de incobrabilidad de la compañía se han estabilizado en 2022 y se encuentran en línea con las cifras históricas de la compañía, que resultan inferiores a sus pares en el mercado de tarjetas de crédito.

Gráfico 3

Valle Fértil: Evolución de los créditos incobrables

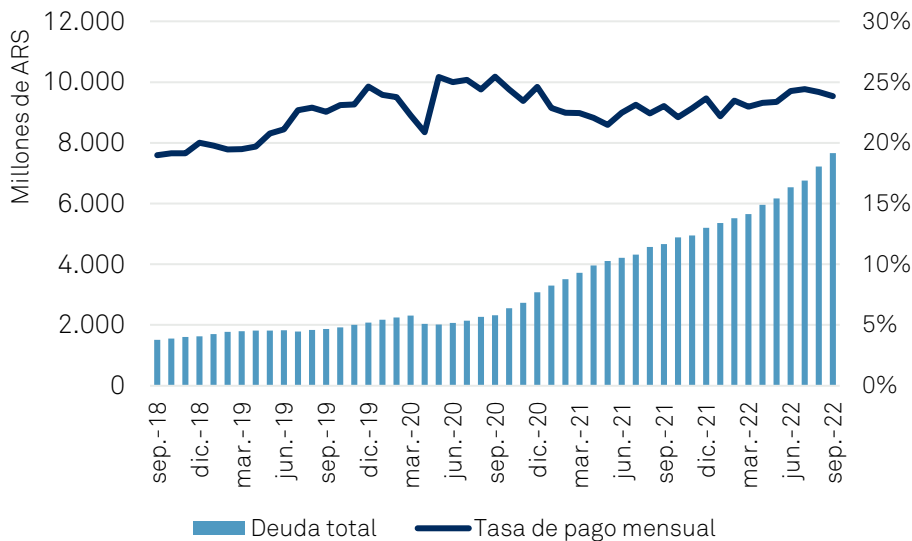


Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida por el organizador.
 Copyright © 2022 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

A continuación, se puede observar la evolución del saldo de la cartera total de Valle Fértil y la tasa de pago mensual hasta septiembre de 2022. La tasa de pago mensual mantuvo un comportamiento estable durante los últimos dos años, entre el 20% y el 25%, debido a los adecuados sistemas y procesos aplicados en el proceso de cobranza de la compañía.

Gráfico 4

Valle Fértil: Evolución del saldo de deuda total y de la tasa de pago mensual



Fuente: S&P Global Ratings con base en información recibida por el organizador.
 Copyright © 2022 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Escenario base de pérdida

Para determinar el escenario base de pérdida hemos comenzado seleccionando el máximo nivel de incobrabilidad alcanzado durante los últimos 12 meses, calculado sobre el saldo mensual de la cartera total de Valle Fértil. Luego, realizamos un ajuste del 35% para incorporar la concentración de las operaciones del originador en la Provincia de Tucumán, el perfil de riesgo elevado que tienen sus deudores debido a que pertenecen a un segmento de la población de recursos medios a bajos y que tiene acceso limitado al sistema bancario, y las actuales condiciones macroeconómicas que podrían incrementar los niveles de pérdida del originador. El escenario base de pérdida final es 2,6%.

Al momento de definir el escenario de pérdida, no utilizamos información sobre series previamente securitizadas debido a que las mismas tienen una estructura revolvente y presentan la posibilidad de sustituir mensualmente créditos en mora por créditos en situación normal.

Tasa de pago mensual

Para determinar la tasa de pago mensual en el escenario base asumimos el promedio de los últimos 12 meses al cierre de septiembre de 2022 para incorporar el actual comportamiento de pago de los deudores de Valle Fértil. La tasa de pago mensual resultante es de 23,4%.

Factores de estrés y pérdida crediticia

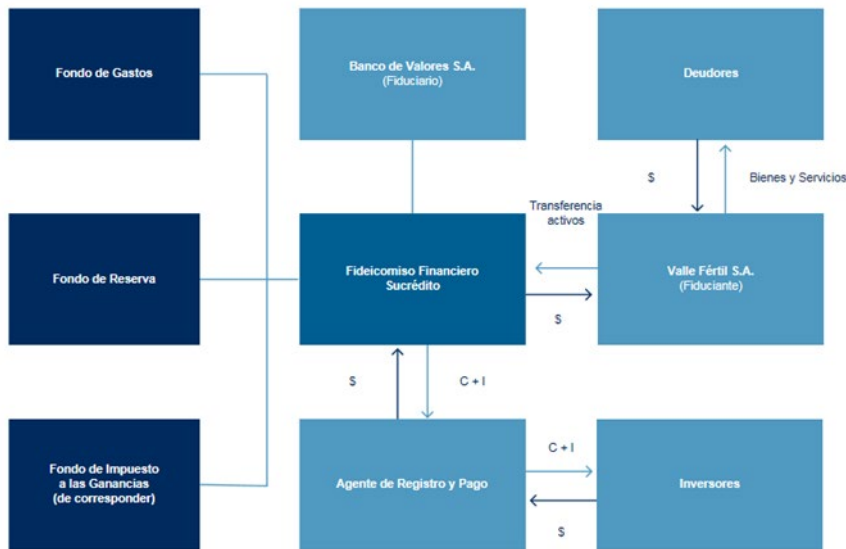
El factor de estrés determinado para los VDF clase A es de 2,4x (veces). El mismo incorpora un ajuste correspondiente por riesgo país para reflejar el mayor riesgo que poseen en general los países emergentes en comparación con países desarrollados. En particular para Argentina, el ajuste incorpora: alta inflación, bajo nivel de actividad medido como el crecimiento real del producto, volatilidad económica y una creciente tasa de desempleo.

El nivel de estrés aplicados al escenario base de la tasa de pago mensual es equivalente a un recorte de 17,5% para los VDF clase A.

Estructura de Pago y Mecánica del Flujo de Fondos

Gráfico 5

Estructura Financiera del Fideicomiso Financiero Su crédito Serie XXIII



C+I: Pago de capital e interés

Fuente: S&P Global Ratings.

Copyright © 2022 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Orden de prelación de pagos de servicios de deuda

En cada fecha de pago el fiduciario distribuirá las sumas depositadas en la cuenta fiduciaria siguiendo el siguiente orden de prelación de pagos:

- Reposición del fondo de gastos, integración o reposición de la cuenta de contingencias, y recomposición del fondo de impuesto a las ganancias (de corresponder);
- Reposición de cualquier deficiencia del fondo de reserva;
- Pago de intereses correspondientes a la fecha de los valores de deuda fiduciaria clase A;
- Pago de capital correspondiente a la fecha de los valores de deuda fiduciaria clase A;
- Pago de intereses correspondiente a la fecha de los valores de deuda fiduciaria clase B;
- Pago de capital correspondiente a la fecha de los valores de deuda fiduciaria clase B;
- Pago de intereses correspondiente a la fecha de los valores de deuda fiduciaria clase C;

- Pago de capital correspondiente a la fecha de los valores de deuda fiduciaria clase C;
- De existir remanente, será reintegrado al fiduciante.

Gastos e impuestos de la transacción

El fiduciante integrará la suma de ARS200.000 con imputación a un fondo de gastos depositándolo en una subcuenta de la cuenta recaudadora. El mismo se destinará a cancelar los gastos deducibles no aportados por el fiduciante. En cualquier momento en que el fiduciario lo considere necesario cualquier deficiencia en el monto podrá ser repuesta conforme lo descrito en el orden de prelación de pagos.

Protecciones y mejoras crediticias

Los VDF A, VDF B y VDF C contarán con una subordinación inicial del 13,9%, 5,8% y del 2,2%, respectivamente, valor equivalente a 1 menos el cociente entre el monto a ser emitido y el saldo de capital a ser cedido. Además, la transacción contará con una sobreintegración de ARS267.321.832.

Los valores de deuda fiduciaria se beneficiarán con el diferencial (*spread*) de tasas existente entre la tasa de los créditos a ser cedidos al fideicomiso financiero y las tasas de interés que pagarán los valores de deuda fiduciaria.

Reservas

El fiduciario retendrá del precio de colocación ARS68.541.667 para constituir inicialmente el fondo de reserva. A partir de la primera fecha de pago de servicios, el fondo de reserva será equivalente al próximo servicio teórico de interés de los valores de deuda fiduciaria clase A. Una vez cancelados los valores de deuda fiduciaria clase A, será equivalente al próximo servicio de interés teórico de los valores de deuda fiduciaria clase B. Asimismo, una vez cancelados los valores de deuda fiduciaria clase B, equivaldrá al próximo servicio de interés teórico de los valores de deuda fiduciaria clase C, hasta la cancelación de los mismos. Este fondo será utilizado para hacer frente al pago de intereses en la medida en que los fondos existentes en la cuenta fiduciaria no fueran suficientes a tal fin, o ante un incumplimiento de las obligaciones del administrador para que el fiduciario pueda hacer frente a los gastos en que deba incurrir a los fines de sustituir al administrador o restituir toda la cobranza no rendida por el mismo.

Las cuentas necesarias para depositar las cobranzas de los créditos titulizados, así como las cuentas necesarias para el depósito de los fondos de reserva, de gastos, y otras inversiones existirán separadas de todas las otras cuentas que el fiduciario mantenga para sus operaciones, y no deberán mezclarse o confundirse con ningún activo del fiduciario.

Eventos especiales

La amortización de los VDF podría modificarse ante la ocurrencia de un evento especial. De los eventos especiales que presenta la serie, se destacan principalmente los siguientes:

- Si durante dos períodos de cobranza consecutivos, la cobranza de la cartera fuera inferior al 50% de los vencimientos exigibles de dicha cartera para dichos períodos de cobranza consecutivos;
- Cuando durante dos períodos de cobranza, en conjunto, contados desde una fecha de transferencia determinada, el

fiduciante no genere créditos suficientes para aplicar a la incorporación de nuevos créditos;

- Si los vencimientos exigibles de los créditos con atraso menor a 90 días en un período de cobranza fueran inferiores al 250% del monto correspondiente a servicios de los valores de deuda fiduciaria en la próxima fecha de pago de servicios;
- Si la sumatoria del valor fideicomitado de los créditos con atraso menor a 90 días más la sumatoria del fondo de reserva, los fondos depositados en cualesquiera de las cuentas fiduciarias y las cobranzas, fuese inferior: (i) durante la vigencia de los VDF A al 90% del valor residual de los valores fiduciarios; (ii) durante la vigencia de los VDF B al 85% del valor residual de los valores fiduciarios; y (iii) durante la vigencia de los VDF C al 80% del valor residual de los valores fiduciarios.

De tener lugar alguno de dichos eventos, el fiduciario destinará la totalidad de las sumas que ingresaren en la cuenta fiduciaria al pago anticipado de los VDF.

Análisis del flujo de fondos

Para la calificación de transacciones de financiamiento estructurado, S&P Global Ratings realiza un análisis de la suficiencia de los flujos durante la vida esperada de la transacción para garantizar el pago en tiempo y forma de los intereses y del capital a los inversores. Las variables analizadas para realizar el análisis del flujo de fondos fueron las siguientes:

- Momento de la pérdida: Las pérdidas crediticias fueron aplicadas dentro del primer año de vida de la transacción, distribuidas linealmente durante los primeros cinco meses para los valores de deuda fiduciaria clase A.
- Retorno anual esperado: Para realizar este análisis de sensibilidad se consideró una tasa de interés que ascendió hasta un 82% nominal anual para los valores de deuda fiduciaria clase A.
- Gastos extraordinarios: Hemos asumido un 0,35% sobre el saldo de capital como gastos extraordinarios para contemplar cualquier omisión o subestimación de gastos por parte del emisor. Estos contemplan cualquier contingencia que pudiera ocurrir durante la vida del fideicomiso.

El resultado del análisis crediticio determinó que los flujos de fondos de la cartera securitizada son suficientes para respaldar las pérdidas crediticias acumuladas bajo los escenarios de calificación analizados.

Análisis de sensibilidad

Como parte de nuestro análisis de sensibilidad, analizamos cuál sería el potencial impacto a la baja de las calificaciones ante incrementos en el escenario base de pérdida definido para esta transacción. El resultado del análisis fue que, en caso de un incremento en nuestro escenario base de pérdida de 26 puntos básicos, podríamos tomar una acción de calificación negativa. Sin embargo, al incorporar la estructura de amortización que resulta en niveles de subordinación crecientes a lo largo de la vida de la transacción, no esperamos cambios en las calificaciones.

Riesgo de Contraparte

El análisis del riesgo de contraparte considera la exposición que tiene el fideicomiso a instituciones donde se mantienen cuentas claves o sobre aquellos participantes sobre los cuales recaen ciertas obligaciones con consecuencias directas sobre la transacción, como, por ejemplo: administrador de los activos securitizados, proveedor de contratos de derivados, etc.

Cuenta fiduciaria

La cuenta fiduciaria se encuentra radicada en Banco de Valores S.A. De acuerdo con el análisis realizado por S&P Global Ratings, las protecciones crediticias disponibles son suficientes para mitigar el nivel de exposición que tiene el presente fideicomiso a dicha institución.

Riesgo de fungibilidad de los activos

Hemos determinado el riesgo de fungibilidad de los activos como el monto equivalente a 3.0x la cobranza diaria dado que el fiduciante tiene hasta 72 horas para transferir las cobranzas recibidas a la cuenta fiduciaria. Consideramos que las protecciones crediticias disponibles son suficientes para cubrir este eventual riesgo.

Riesgos Operativos y Administrativos

El análisis del riesgo operativo se enfoca en los participantes clave de la transacción (PCT). Un PCT es una entidad cuya incapacidad para llevar a cabo las tareas contratadas genera un riesgo para el desempeño esperado de una securitización, de manera tal que puede afectar adversamente las calificaciones de la transacción. El marco distingue entre un PCT que lleva a cabo un rol, que, en esencia, afecta el desempeño del colateral (PCT de desempeño) -por ejemplo, administradores de activos en general- y un PCT que cumple un rol que, aunque esencial, generalmente es de naturaleza administrativa (PCT administrativos) -por ejemplo, fiduciarios o agentes de pago. Para esta transacción hemos identificado los siguientes PCT de desempeño:

Tabla 2

PCT de desempeño

Participante	Rol	Responsabilidades principales
Valle Fértil S.A.	Fiduciante/Administrador	Realizar el cobro de los créditos y transferir las cobranzas a la cuenta fiduciaria

Tabla 3

Resumen del Análisis de Riesgo Operacional

Riesgo de Severidad	Riesgo de Portabilidad	Riesgo de Interrupción	PCT de respaldo
Alto	Alto	Moderado	No especificado

Riesgo de severidad

La evaluación se basa en la sensibilidad del desempeño del activo titulado a la interrupción del servicio del PCT ya que el criterio evalúa cualitativamente cómo se desempeñarían los activos en caso de dicha interrupción. De acuerdo con el análisis realizado por S&P Global Ratings, la interrupción por parte de Valle Fértil S.A. en el desarrollo de sus funciones podría generar un rápido

crecimiento en los niveles de morosidad de los créditos securitizados. Por lo tanto, se considera que el riesgo de severidad es ALTO.

Riesgo de portabilidad

El segundo paso evalúa la posibilidad de que el PCT pudiera reemplazarse tras la interrupción de su servicio. La evaluación del riesgo de portabilidad incluye la revisión del mercado para el rol del PCT en la securitización considerando la región, el tipo de activo y sus responsabilidades. La evaluación también toma en cuenta la compatibilidad de los sistemas del PCT con aquellos participantes del mercado que potencialmente lo reemplazarían, el grado en que el contrato de la securitización es consistente con los estándares del mercado, los derechos contractuales y legales del emisor para dar por terminado el servicio del PCT, si la transacción incluye una parte de control que pueda designar un PCT de reemplazo, y la capacidad de la transacción para pagar las comisiones que incentiven a un PCT de reemplazo. Tomando en cuenta todos estos factores, la evaluación del riesgo de portabilidad para Valle Fértil S.A. es considerado ALTO.

Riesgo de interrupción

Contempla la interrupción de los servicios por parte del PCT ante la posibilidad de que dicha entidad se vuelva insolvente. La evaluación del riesgo de interrupción se basa en la capacidad y voluntad del PCT para llevar a cabo sus funciones –específicamente, los factores de evaluación incluyen la calidad crediticia del PCT, la tasa de crecimiento de su cartera, experiencia e historial, y si el PCT tiene valor de franquicia. Como parte del análisis de este riesgo también hemos analizado la evolución de los estados contables de Valle Fértil S.A. de los últimos cuatro años. El análisis del riesgo de interrupción es considerado MODERADO.

PCT de respaldo

La transacción no cuenta con un PCT de respaldo.

Calificación máxima potencial

Adicionalmente, S&P Global Ratings considera que las desafiantes condiciones económicas para Argentina podrían debilitar los fundamentos crediticios de este tipo de compañías, con presiones continuas sobre la calidad de ciertos activos, rentabilidad y potencialmente sobre su solvencia y liquidez. Aun así, S&P Global Ratings considera que los valores de deuda fiduciaria del presente fideicomiso no se encuentran limitados en los niveles de calificación máxima que pueden ser otorgados, como consecuencia del resultado del análisis del riesgo operativo.

Riesgos Legales y Regulatorios

Se han evaluado y analizado los aspectos legales de los documentos de la transacción. Para ello se ha contado con la colaboración de los asesores legales del fideicomiso y de los asesores legales de S&P Global Ratings. Se ha analizado la siguiente documentación:

- Suplemento de Prospecto preliminar Fideicomiso Financiero Su crédito Serie XXIII
- Contrato Suplementario preliminar Fideicomiso Financiero Su crédito Serie XXIII
- Opinión Legal preliminar provista por Nicholson y Cano Abogados

S&P Global Ratings aún debe recibir la documentación legal final a confeccionarse en la fecha de emisión.

Aislamiento de los activos

El análisis legal se ha realizado teniendo en consideración las siguientes normas: el Código Civil y Comercial de la Nación, la Ley de Mercado de Capitales (ley 26.831) y la Ley de Financiamiento Productivo (ley 27.440). Consideramos que la venta de los activos del fiduciante al fideicomiso representa una venta verdadera bajo el régimen legal aplicable, y que los mismos constituyen un patrimonio separado del fiduciario y del fiduciante.

Riesgo de insolvencia en entidades de propósito específico

Para evaluar el aislamiento del riesgo de insolvencia, S&P Global Ratings toma en consideración los siguientes factores: restricciones sobre objetos y poderes, limitaciones de deuda, directores independientes, restricciones para fusión o reorganización, limitaciones en las modificaciones a documentos de constitución, disociación, y derechos reales de garantía sobre los activos. Luego del análisis de la documentación consideramos que los aspectos legales del fideicomiso respaldan el aislamiento del riesgo de insolvencia.

Síntesis Metodológica de Calificación

– [Metodología de Calificación de S&P Global Ratings para Financiamiento Estructurado - Argentina](#)

Fuentes de Información

- Documentos legales preliminares de fecha 28 de octubre de 2022, disponibles en 25 de Mayo 175, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina.
- Opinión legal preliminar provista por los asesores legales de fecha 24 de octubre de 2022, disponible en San Martín 140, Piso 14, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina.
- Información provista por el fiduciante de fecha 30 de septiembre de 2022, disponible en San Martín 836, San Miguel de Tucumán, Tucumán, Argentina.
- Información provista por el organizador de fecha 30 de septiembre de 2022, disponible en Sarmiento 310, Ciudad Autónoma de Buenos Aires, Argentina.

Definiciones de Calificación

La escala nacional de calificaciones para la República Argentina utiliza los símbolos globales de S&P Global Ratings con la adición del prefijo "ra" (República Argentina) y está dirigida al mercado financiero argentino, no siendo directamente comparable con la escala global de calificaciones de S&P Global Ratings.

El sufijo 'sf' se asigna a las calificaciones de "instrumentos de financiamiento estructurado" cuando se requiere para cumplir con requerimientos regulatorios o legales o cuando S&P Global Ratings considera que es apropiado. La incorporación de este sufijo a una calificación crediticia no cambia la definición de dicha calificación ni muestra opinión sobre la calidad crediticia de la emisión.

Las calificaciones crediticias comprendidas de la 'raAA' a la 'raCCC' podrán ser modificadas agregándoles un signo de más (+) o menos (-) para destacar su relativa fortaleza o debilidad dentro de cada categoría de calificación.

raAAA: Una obligación calificada 'raAAA' tiene la calificación crediticia más alta que otorga S&P Global Ratings en escala nacional. Indica que la capacidad de pago del emisor para cumplir con sus compromisos financieros sobre la obligación es extremadamente fuerte en relación con otros emisores en el mercado nacional.

raBB: Una obligación calificada 'raBB' es menos vulnerable a incumplimiento que otras obligaciones en el mercado nacional. Sin embargo, afronta una importante y constante incertidumbre y exposición ante situaciones financieras, económicas o comerciales adversas, lo que puede llevar a que el emisor tenga una capacidad inadecuada para cumplir con sus compromisos financieros sobre la obligación.

raCCC: Una obligación calificada 'raCCC' contempla una identificada posibilidad de incumplimiento de pago en relación con otras obligaciones en el mercado nacional, y depende de condiciones favorables tanto del negocio como financieras para que el emisor cumpla con sus compromisos financieros sobre la obligación. En el caso de que se presentaran condiciones adversas en el

negocio, financieras o de la economía, lo más factible sería que el emisor no contara con la capacidad de hacer frente a sus compromisos financieros sobre la obligación.

Servicios Afines

Los Servicios Afines provistos por S&P Global Ratings Argentina S.R.L., Agente de Calificación de Riesgo son publicados en su página web, para verlos haga clic [aquí](#).

Definiciones de Incumplimiento

Una obligación calificada con 'D' se encuentra en default o en violación de una promesa imputada. Para los instrumentos de capital no híbrido, la categoría de calificación 'D' se aplica cuando los pagos de una obligación no se realizaron en la fecha de vencimiento, a menos que S&P Global Ratings considere que dichos pagos se cubrirán dentro de los próximos cinco días hábiles en ausencia de un periodo de gracia establecido o bien dentro del periodo de gracia establecido o los próximos 30 días calendario, lo que suceda primero. La calificación 'D' también se usará cuando el emisor se declare en quiebra o cuando tome alguna acción similar y cuando el incumplimiento de una obligación es una certeza virtual, por ejemplo, debido a provisiones de suspensión automática. La calificación de una obligación se baja a 'D' si está sujeta a una reestructura de deuda en condiciones desventajosas (*distressed*).

Copyright © 2022 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Ningún contenido (incluyendo calificaciones, análisis e información crediticia relacionada, valuaciones, modelos, software u otra aplicación o resultado derivado del mismo) o cualquier parte aquí indicada (Contenido) puede ser modificada, revertida, reproducida o distribuida en forma alguna y/o por medio alguno, ni almacenada en una base de datos o sistema de recuperación de información sin permiso previo por escrito de Standard & Poor's Financial Services LLC o sus filiales (en general, S&P). El Contenido no debe usarse para ningún propósito ilegal o no autorizado. S&P y sus proveedores así como sus directivos, funcionarios, accionistas, empleados o agentes (en general las Partes de S&P) no garantizan la exactitud, integridad, oportunidad o disponibilidad del Contenido. Las Partes de S&P no son responsables de errores u omisiones (por descuido o alguna otra razón), independientemente de su causa, de los resultados obtenidos a partir del uso del Contenido o de la seguridad o mantenimiento de cualquier información ingresada por el usuario. El Contenido se ofrece sobre una base "como está". LAS PARTES DE S&P DENIEGAN TODAS Y CUALQUIER GARANTÍAS EXPLÍCITAS O IMPLÍCITAS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITACIÓN DE, CUALESQUIER GARANTÍA DE COMERCIALIZACIÓN O ADECUACIÓN PARA UN PROPÓSITO O USO EN PARTICULAR, DE AUSENCIA DE DEFECTOS, DE ERRORES O DEFECTOS EN EL SOFTWARE, DE INTERRUPCIÓN EN EL FUNCIONAMIENTO DEL CONTENIDO O DE OPERACIÓN DEL CONTENIDO CON CUALQUIER CONFIGURACIÓN DE SOFTWARE O HARDWARE. En ningún caso, las Partes de S&P serán sujetos de demanda por terceros derivada de daños, costos, gastos, honorarios legales o pérdidas (incluyendo, sin limitación, pérdidas de ingresos o de ganancias y costos de oportunidad o pérdidas causadas por negligencia) directos, indirectos, incidentales, punitivos, compensatorios, ejemplares, especiales o consecuenciales en conexión con cualesquier uso del Contenido incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños.

Los análisis crediticios relacionados y otros estudios, incluyendo las calificaciones, y las declaraciones en el Contenido son opiniones a la fecha en que se expresan y no declaraciones de hecho. Las opiniones, análisis y decisiones de reconocimiento de calificaciones (descrito abajo) no son recomendaciones para comprar, mantener o vender ningún instrumento o para tomar decisión de inversión alguna y no se refieren a la conveniencia de ningún instrumento o título-valor. S&P no asume obligación para actualizar el Contenido tras su publicación en cualquier forma o formato. No debe dependerse del Contenido y éste no es sustituto de la capacidad, juicio y experiencia del usuario, de su administración, empleados, asesores y/o clientes al realizar inversiones y tomar otras decisiones de negocio. S&P no actúa como fiduciario o asesor de inversiones excepto donde está registrado como tal. Aunque S&P ha obtenido información de fuentes que considera confiables, no realiza actividad de auditoría ni asume la tarea de revisión o verificación independiente de la información que recibe. Las publicaciones relacionadas con calificaciones pueden publicarse por diversas razones que no dependen necesariamente de una acción por parte de los comités de calificación, incluyendo, pero sin limitarse, a la publicación de una actualización periódica de una calificación crediticia y análisis relacionados.

En la medida en que las autoridades regulatorias permitan a una agencia calificadora reconocer en una jurisdicción una calificación asignada en otra jurisdicción para ciertos propósitos regulatorios, S&P se reserva el derecho de asignar, retirar o suspender tal reconocimiento en cualquier momento y a su sola discreción. Las Partes de S&P no asumen ningún deber u obligación derivado de la asignación, retiro o suspensión de tal reconocimiento así como cualquier responsabilidad respecto de daños en los que presuntamente se incurra como resultado de ello.

S&P mantiene algunas actividades de sus unidades de negocios independientes entre sí a fin de preservar la independencia y objetividad de sus respectivas actividades. Como resultado de ello, algunas unidades de negocio de S&P podrían tener información que no está disponible a otras de sus unidades de negocios. S&P ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de la información no pública recibida en conexión con cada uno de los procesos analíticos.

S&P recibe un honorario por sus servicios de calificación y por sus análisis, normalmente de parte de los emisores de los títulos o por suscriptores de los mismos o por los deudores. S&P se reserva el derecho de diseminar sus opiniones y análisis. Las calificaciones y análisis públicos de S&P están disponibles en sus sitios web, www.spglobal.com/ratings/es/ (gratuitos) y en www.ratingsdirect.com (por suscripción) y podrían distribuirse por otros medios, incluyendo las publicaciones de S&P y por redistribuidores externos. Información adicional sobre los honorarios por servicios de calificación está disponible en www.spglobal.com/usratingsfees.

STANDARD & POOR'S, S&P y RATINGSDIRECT son marcas registradas de Standard & Poor's Financial Services LLC.

La escala nacional de calificaciones para la República Argentina utiliza los símbolos globales de S&P Global Ratings con la adición del prefijo 'ra' (República Argentina) y está dirigida al mercado financiero argentino, no siendo directamente comparable con la escala global de calificaciones de S&P Global Ratings. La escala completa está disponible en www.spglobal.com/ratings/es/

S&P Global Ratings Argentina S.R.L., Agente de Calificación de Riesgo, Registro CNV N°5, una unidad de S&P Global Ratings, Leandro N. Alem 815, Piso 3° (C1001AAD), Buenos Aires, Argentina. Prohibida su reproducción total o parcial.