

Tarshop S.A.

Informe Integral

Calificaciones

Nacional

Obligaciones Negociables Clase XIX	AA-(arg)
Obligaciones Negociables Clase XXIII	AA-(arg)
Obligaciones Negociables Clase XXVI	AA-(arg)
Obligaciones Negociables Clase XXVII	AA-(arg)
Obligaciones Negociables Clase I	AA-(arg)
Obligaciones Negociables Clase II	AA-(arg)
Obligaciones Negociables Clase IV	AA-(arg)
Obligaciones Negociables Clase V	AA-(arg)
Obligaciones Negociables Clase VII	AA-(arg)
Obligaciones Negociables Clase VIII	AA-(arg)
Obligaciones Negociables Clase IX	AA-(arg)
Obligaciones Negociables Clase X	AA-(arg)

Perspectiva

Calificación Nacional de Largo Plazo
Negativa

Resumen Financiero

Miles	31/12/2016	31/12/2015
Activos (USD)	337.022	255.193
Activos (Pesos)	5.341.872	3.317.636
Patrimonio Neto (Pesos)	469.320	223.410
Resultado Neto (Pesos)	-4.090	-70.353
ROA (%)	-0,09	-3,34
ROE (%)	-1,27	-34,99
PN / Activos (%)	8,8	6,7

Tipo de acmbio de referencia del BCRA: 12/2016=5,8502 y 12/2015=13,0005

Criterios relacionados

Metodología de Calificación de Entidades Financieras, registrado ante la Comisión Nacional de Valores.

Analistas:

Analista Principal

Dario Logiodice
Director
5411 – 5235 – 8136
dario.logiodice@fixscr.com

Analista Secundaria

María Luisa Duarte
Director
5411 – 5235 – 8100
maria.duarte@fixscr.com

Responsable del Sector

María Fernanda Lopez
5411 – 5235 – 8100
mariafernanda.lopez@fixscr.com

Perfil

Tarshop S.A. (TS) es una entidad no bancaria que se dedica a la comercialización de productos de financiamiento al consumo. Su capital accionario es un 80% propiedad de Banco Hipotecario S.A. y el 20% restante es de IRSA Propiedades Comerciales SA (continuadora por cambio de denominación de Alto Palermo S.A. (APSA) – IRSA PC.

Factores relevantes de la calificación

Soporte de sus accionistas: La calificación de TS se fundamenta en la disposición y capacidad de su accionista mayoritario para brindar soporte a la subsidiaria. El Banco Hipotecario S.A. (BH, calificado en AA(arg) con perspectiva estable) es el accionista mayoritario con el 80% de las acciones, e IRSA PC (con calificación nacional de AA+(arg)) mantiene el 20% restante, ambas entidades forman parte de un mismo grupo económico. Se valora positivamente el vínculo estratégico y la complementariedad de negocios entre TS y BH.

Alta dependencia del Grupo para la viabilidad del negocio: Dado el magro desempeño de la entidad que ha erosionado su posición patrimonial, TS registra una alta dependencia del Grupo Económico al que pertenece para fondar sus necesidades de capital. A dic'16, más del 39% de la deuda financiera provenía de entidades vinculadas, que se suma al aporte irrevocable de capital en el ejercicio por \$250 millones. FIX contempla el soporte del accionista en la actual calificación de la entidad, no obstante, un cambio en la visión estratégica de los accionistas respecto de la compañía llevaría a revisar la calificación.

Muy baja capitalización: La capitalización de TS es muy baja. A dic'16 el capital tangible representaba el 5,72% de los activos tangibles y el apalancamiento ascendía a 10,4 veces el patrimonio. No obstante, Fix estima que, de no mediar eventos exógenos que afecten en forma negativa la operatoria de la compañía, la capitalización de TS mejore a lo largo de 2017, de sostenerse la marcada recuperación de sus resultados observada en los últimos dos trimestres.

Marcada mejora en su desempeño trimestral: A dic'16 TS acumuló pérdidas antes de impuestos por \$78,6 millones (35.1% del patrimonio de dic'15). Sin embargo, la tendencia del desempeño de la compañía mejoró significativamente en último semestre, impulsado por una recomposición del margen de intereses, mayores ingresos por servicios, la mejora de su eficiencia, y un creciente dinamismo en la originación de financiamientos. Estos factores le permitieron, en los últimos seis meses del año acumular resultados positivos antes de impuestos de (\$89,4 millones), que no lograron compensar las pérdidas de la primera mitad del ejercicio. Fix estima que la progresiva mejora en los resultados de TS continuará consolidándose en 2017

Adecuada calidad de activos: La morosidad de la cartera (11,6% dic'16) se conserva en niveles adecuados al segmento de mercado objetivo y el modelo de negocios de la entidad.

Sensibilidad de la calificación

Soporte: Una disminución en la capacidad y/o disposición de soporte de su principal accionista (BH), provocaría una baja en las calificaciones de TS.

Desempeño: Una continuidad de su déficit operativo podría llevar a revisar a la baja las calificaciones de la entidad. Asimismo, una consolidación de la recuperación en su generación de resultados, llevaría a una revisión de la perspectiva de la calificación de largo plazo.

Perfil

TS es una entidad de servicios financieros cuyo capital accionario es un 80% propiedad de Banco Hipotecario S.A. –BH calificada en AA(arg) en la escala nacional con Perspectiva Estable- y el 20% restante es de IRSA PC –con calificación nacional de AA+(arg) con perspectiva estable-.

Tarshop S.A. (TS) es una entidad no bancaria que se dedica a la comercialización de productos de financiamiento al consumo a través de sus productos tarjeta de compra y crédito “Tarjeta Shopping” y el otorgamiento de préstamos personales. La línea de préstamos de dinero en efectivo involucra dos modalidades bien diferenciadas: préstamos en sucursales y préstamos en comercios adheridos a la operatoria de financiamiento directo en comercios. Su estrategia está orientada a generar opciones de financiamiento para los sectores socioeconómico de medios y bajos ingresos con baja bancarización.

TS se ubica dentro del rango de las primeras diez entidades del mercado de tarjetas de créditos no bancarias, con una red de 24 sucursales distribuidas en los centros comerciales de IRSA PC, la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, en el GBA y en el interior del país; y un plantel de 721 empleados a Dic'16.

En septiembre de 2014, TS celebró un acuerdo con Visa Argentina S.A. para comercializar la tarjeta de crédito Tarjeta Shopping Visa, y durante el segundo trimestre de 2015 la entidad comenzó a emitir las tarjetas Visa y a migrar a la nueva red de aceptación prácticamente la totalidad de su cartera de clientes. Este acuerdo le permitió a la entidad ampliar la red de comercios con la que opera, extendiendo su cobertura geográfica a nivel nacional, y ofrecer mayores alternativas de compras a sus clientes, lo que incrementa el potencial crecimiento en su volumen de negocios. A la fecha TS migró la totalidad de su base de clientes a la utilización de la Tarjeta Shopping Visa.

TS es propietaria del 12,5% del capital social de la sociedad anónima Supercard S.A. Esta última tiene como objeto esencial, otorgar y administrar una tarjeta de consumo - crédito, actuando como dueña de la marca y de la cartera de clientes. A su vez, TS y Supercard S.A. celebraron un acuerdo de *cobranding* en virtud del cual TS asumirá las funciones de emisor, procesador y administrador de una tarjeta de crédito denominada Supercard. Actualmente la compañía no está operando comercialmente.

Desempeño

Entorno Operativo

A partir del cambio de paradigma macroeconómico, el 2016 se configuró como un año de transición. A lo largo de este año, la nueva administración planteó como objetivos prioritarios el reacomodamiento de precios relativos, la normalización del mercado cambiario y monetario, de las relaciones con el mercado financiero internacional y un proceso de ajuste gradual del desequilibrio fiscal. Como consecuencia de este proceso que derivó en una caída de la actividad económica, suba de las tasas de interés y un salto en la tasa de inflación, el sistema financiero argentino registró una marcada desaceleración en el crecimiento de los préstamos, producto de la retracción de la demanda del sector privado.

En virtud del actual contexto macroeconómico, FIX estima que en los próximos meses se continuará produciendo una gradual recuperación de la actividad económica que impulsará demanda crediticia, condicionado tanto por factores endógenos, tales como la evolución de las cuentas fiscales, como exógenos, como la situación de Brasil y la evolución del precio de los commodities.

Para 2017 se prevé que la tasa de crecimiento de los préstamos del sector privado continúe aumentando gradualmente, a medida que la economía siga mostrando indicios de recuperación. Actualmente las entidades financieras enfrentan el desafío de mejorar sus niveles de eficiencia, deteriorados por altos costos de estructura impulsados por elevados índices inflacionarios y no compensados por el incremento de la intermediación financiera. Respecto de la calidad de cartera, si bien la morosidad puede aumentar, se considera que la mora del sistema es hoy baja y que las entidades en general están bien provisionadas. Por lo tanto, no se esperan problemas significativos a pesar de algunos cambios en los precios relativos.

A mediano y largo plazo, ante un escenario base de bajo niveles de inflación y crecimiento sostenido de la economía, Fix estima que las entidades financieras enfrentarán un escenario de creciente presión competitiva con una progresiva reducción de los márgenes de intermediación en el que el desafío para las entidades será mejorar su eficiencia, aumentar su volumen de operaciones y lograr un progresivo alargamiento del plazo de sus pasivos que le permitan calzar la duration entre activos y pasivos.

Desempeño de la entidad

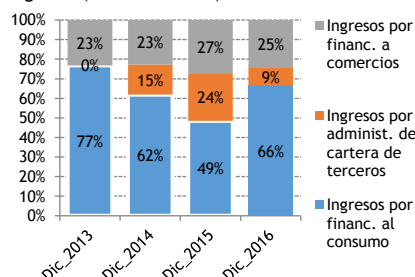
Magro desempeño. Mejora en el margen

(%)	2016	2015	2014	2013
Ingresos Netos por Intereses/ Activos Rentables Prom.	13,08	14,13	13,19	19,96
Gastos de Administración / Total de Ingresos	77,70	90,90	113,73	80,34
Cargos por Incobrabilidad / Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad	137,30	176,61	(134,08)	106,38
Resultado Operativo / Activos Prom.	(2,35)	(2,84)	(10,21)	(0,49)
Resultado operativo / Activos Ponderados por Riesgo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Resultado Neto / Patrimonio Neto Prom.	(1,27)	(34,99)	(73,54)	(3,82)

Fuente: Tarshop S.A.

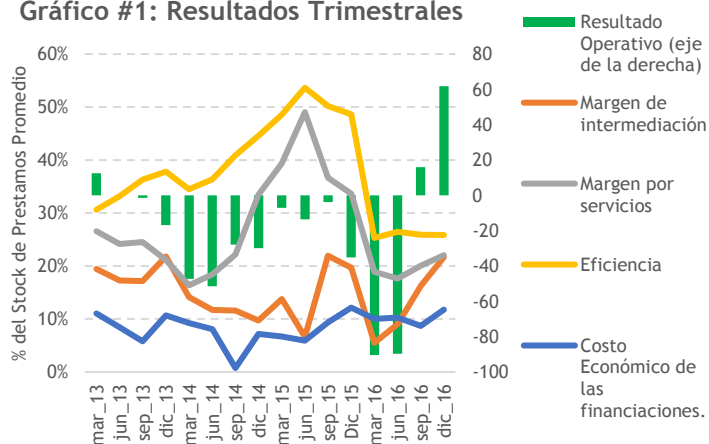
A dic'16 TS acumuló pérdidas antes de impuestos por \$78,6 millones (35.1% del patrimonio de dic'15). Sin embargo, la tendencia del desempeño de la compañía mejoró significativamente en la segunda mitad del ejercicio (véase Gráfico #1), impulsado por una recomposición del margen de intereses, mayores ingresos por servicios, la mejora de su eficiencia, y un creciente dinamismo en la originación de

Gráfico #2: Ingresos brutos por tipo de ingresos (acum 12 meses) - Dic'2016



Fuente: Tarshop S.A.

Gráfico #1: Resultados Trimestrales



Fuente: Tarshop

financiaciones. Estos factores le permitieron, en los dos últimos trimestres del año acumular una ganancia antes de impuestos de (\$89,4 millones, que no lograron compensar la totalidad de la pérdida acumulada en la primera mitad del ejercicio). Fix estima que la progresiva mejora en los resultados de TS continuará consolidándose en 2017.

Dado su modelo de negocio, la diversificación de la base de ingresos de la compañía es acotada (ver Gráfico #2), y directamente vinculada al volumen de negocios de su operatoria de tarjeta de créditos y préstamos en efectivo. La evolución de los ingresos de TS, al igual que para el resto de las compañías financieras, estará ligada a la recuperación de la demanda de crédito y la adecuada gestión del riesgo de crédito y liquidez.

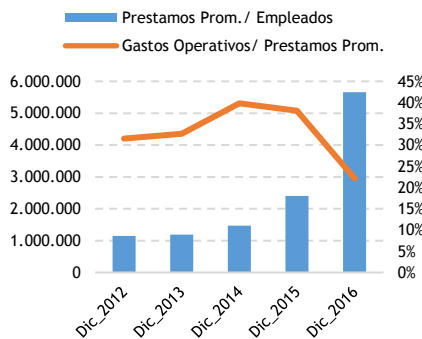
Dado que el modelo de negocio que explota TS requiere de una estructura que le brinde una amplia cobertura geográfica y cercanía a su base de clientes, los costos operativos representan una carga significativa en el flujo de resultados. Sin embargo, el acuerdo con Visa (ver Perfil) y otros cambios organizativos tendientes a aprovechar sinergias operativas con BH, le han permitido reducir el peso de su estructura de costos fijos (los gastos en personal aumentaron sólo 0,6% anual a dic'16), aumentar la eficiencia, y crecer en su volumen de negocios. En este sentido, el crecimiento (22.7% interanual) del total de gastos de administración, estuvo impulsado por el incremento de los costos impositivos (impuestos a los ingresos brutos y a los débitos y créditos, que explican el 87% del crecimiento). La Calificadora espera que la compañía consolide la mejora en su eficiencia en el mediano plazo a medida que logre una mayor explotación de economías de escala.

Los cargos por incobrabilidad netos de recuperos aumentaron 1,7 veces respecto del año anterior, producto del rápido crecimiento que registra la cartera de financiaciones (64,4% anual) y el marcado incremento en la cartera morosa (198% desde dic'15). En este sentido, el costo económico promedio de su cartera de préstamos (cargos por incobrabilidad anualizados/ stock prom. de financiaciones) aumentó significativamente en el ejercicio (9.2% a dic'16 vs 7.2% a dic'15), aunque el peso de los cargos por provisiones sobre el resultado mejoró en el ejercicio (cargos por incobrabilidad / rdo. operativo antes de cargos a dic'16 137% vs 176% a dic'15) como consecuencia de la recuperación del flujo de ingresos en el segundo semestre. Para 2017 se espera una recuperación de los indicadores de mora y de la demanda crediticia.

Administración de riesgos

El principal riesgo de TS es el de crédito dado por la alta participación de su cartera de financiaciones netas de provisiones en el activo del balance (86,3% del activo). Otro riesgo inherente a su operatoria son el riesgo de tasa de interés vinculado al potencial movimiento asimétrico entre tasas pasivas y activas y a la gestión en el calce de plazo entre activos y pasivos, y el riesgo de liquidez ante un escenario sistémico o relacionado con la entidad en particular que le impida captar fondos para llevar a cabo el giro del negocio.

Gráfico #3: Eficiencia



Fuente: Tarshop S.A.

Riesgo de crédito

Adecuada Calidad de Activos

(%)	2016	2015	2014	2013
Crecimiento de Préstamos Brutos (Ytd*)	64,41	133,49	(5,79)	23,81
Préstamos Irregulares / Préstamos Brutos	11,61	11,21	17,58	20,36
Previsiones / Total de Financiaciones	10,08	6,43	11,57	8,13
Préstamos Irregulares Netos de Previsiones / Patrimonio Neto	16,48	69,80	44,58	(1,59)
Cargos por Incob. / Préstamos Brutos Prom.	9,23	7,24	6,42	8,64
Préstamos dados de baja en el período / Préstamos Brutos (Promedio)	0,91	3,56	1,12	7,04

*Ytd: Year-to-date

Fuente: Tarshop S.A.

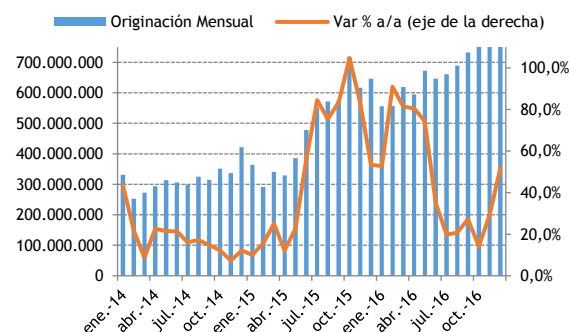
El riesgo de crédito es monitoreado mensualmente por el Comité de Riesgo que está integrado por funcionarios de la compañía y sus accionistas.

El proceso de originación de créditos es descentralizado a través de sus puntos de ventas, aunque la aprobación es centralizada a través de un sistema de scoring de crédito parametrizado y gestionado desde la casa matriz. La Gerencia de Riesgo elabora un conjunto de reportes periódicos con el objetivo de monitorear la performance de los distintos segmentos de la cartera crediticia y de las decisiones relativas a la gestión de riesgo. Los mismos son elevados mensualmente a la Alta Gerencia donde se comprometen las acciones necesarias para mantener la gestión de riesgo en un standard elevado.

La gestión de cobranzas se divide en dos tramos, Mora Temprana y Mora Avanzada. La gestión de mora temprana se lleva a cabo a través de dos proveedores externos. La estrategia de cobranza se define en base a niveles de riesgo y saldos de deuda. La gestión de mora avanzada se lleva adelante a través de Agencias Externas de Cobranzas y un reducido grupo de gestión interna que se utiliza para evaluar la gestión de los proveedores. Las estrategias de recupero incorporan diferentes herramientas: cancelaciones con quitas, planes de pagos y refinanciaciones.

A dic16 el stock de financiaciones brutas alcanzó los \$5.118,1 millones, lo que representa un incremento del 64% respecto del año anterior como consecuencia de la marcada recuperación en la originación desde jun'15 (fundamentalmente de las compras con tarjeta de crédito y préstamos personales) –véase gráfico #4 -. La colocación promedio de financiaciones de los últimos seis meses se compone de un 80% de

Gráfico #4: Originación Mensual



Fuente: Tarshop S.A.

operaciones de tarjeta de crédito, un 13% de adelantos en efectivo y un 7% de primera operación.

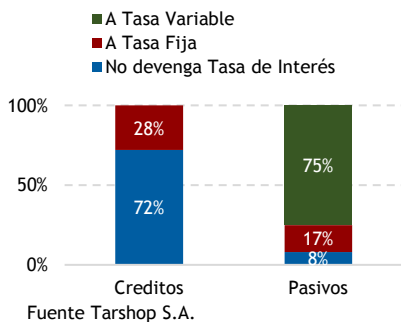
La calidad de los activos en balance de TS se considera acorde al modelo de negocio que explota, orientado a personas no bancarizadas y de bajos ingresos. En línea con lo observado en otras entidades financieras, la morosidad de la cartera de TS aumentó en el primer semestre como consecuencia de la caída en el ingreso disponible del segmento al que asiste producto de los altos niveles de inflación y caída de la actividad económica. A dic'16 la cartera con mora mayor a 90 días representaba el 11.6% de las financiaciones promedio (11,2% dic'15).

Los castigos de cartera netos anualizados, se han reducido y se conservan en niveles acotados (0,9% del total de financiaciones promedio), por debajo de lo observado el año anterior (dic'15 3,5%). Asimismo, es parte de la política de la compañía de vender parte de cartera irrecuperable (totalmente provisionada) y sacarla de balance.

A dic'16 las provisiones representaban un adecuado 10,1% del total de financiaciones promedios del ejercicio, lo cual representa una cobertura del 86.8% de la cartera con mora superior a 90 días, que expone el 16,5% patrimonio a potenciales pérdidas por riesgo de crédito no cubierto, aunque se prevé una reducción de esta exposición que estaría impulsada por una mejora en la capitalización de la entidad sustentada en mejores resultados, y por el efecto de una progresiva mejora en la irregularidad.

TS presenta una acotada exposición a transacciones con entidades relacionadas. A dic'16 la exposición a empresas vinculadas representaba el 1.3% del activo (4,8% del patrimonio) y 0,03% de su pasivo (0,38%).

Grafico #5: Riesgo de tasa Dic-16



Riesgo de mercado

TS no presenta inversiones en el balance con motivo transaccional. Dentro del activo conservaba a dic'16 \$99,1 millones en depósitos a plazo fijo, \$15,9 millones en títulos públicos del Tesoro Nacional que corresponden a fondos de garantía de los fideicomisos financieros y con el Banco Hipotecario y \$22,4 millones de obligaciones negociables.

El riesgo de tasa es relativamente más alto al de otras entidades financieras, aunque moderado por algunos factores. La exposición al riesgo de tasa de interés de TS deriva de su fondeo en parte a tasa variable (75% del fondeo) y sus financiaciones a tasa fija o ventas con tarjetas de crédito que no devengan tasa de interés. Este riesgo se encuentra parcialmente mitigado por algunos factores como: i) la corta duración promedio de la cartera (el 51% de la cartera vencen dentro de 90 días) que le permite una rápida rotación del activo, y i) a que los valores de deuda fiduciaria si bien son a tasas variable mantienen topes máximos y mínimos, lo que limita la volatilidad de la tasa pasiva.

Finalmente, la exposición a variaciones en el tipo de cambio es mínima, sin un potencial impacto sobre su patrimonio. A dic'16 la empresa conservaba una posición activa neta en moneda extranjera equivalente a \$ 492 miles.

Fuentes de fondos y capital

Fondeo y liquidez

Producto del magro desempeño de la entidad en los últimos tres años y la persistente erosión de su patrimonio, TS registró una alta dependencia del Grupo Económico al que pertenece para fondear sus necesidades de capital. Si bien, esta dependencia es aún elevada (39% de la deuda financiera proviene del Grupo Económico al que pertenece), la entidad

registra en 2016 un paulatino aumento al fondeo de terceros. Este proceso también está ligado a un progresivo incremento de la emisión de obligaciones negociables (véase gráfico #6), aunque el fondeo mediante cesión de flujo en fideicomisos financieros aún es significativo para la operatoria de la entidad.

El riesgo de liquidez es mitigado por la corta duración de la cartera, la completa disposición de la línea de financiamiento que le provee su accionista y el soporte del grupo económico al que pertenece. Los activos corrientes representan 1,07 veces los pasivos corrientes.

Capital

Baja Capitalización

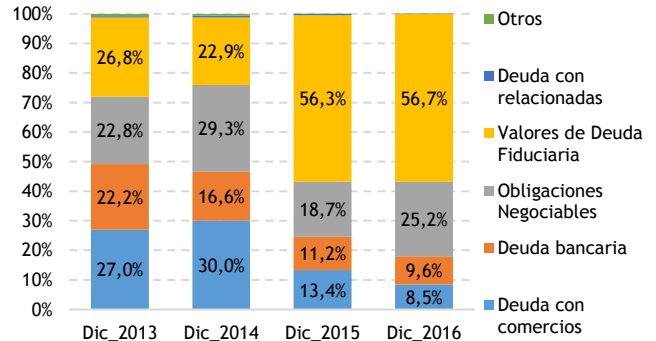
(%)	Dic'16	2015	2014	2013
Capital Tangible / Activos Tangibles	5,72	3,98	6,21	9,26
Patrimonio Neto / Activos	8,79	6,73	12,21	12,73
Resultado Neto - Dividendos pagados / Total del Patrimonio Neto	(0,87)	(31,49)	(58,84)	(4,01)

Fuente: Tarshop S.A.

La capitalización de TS es muy baja. A dic'16 el capital tangible representaba el 5,72% de los activos tangibles y el apalancamiento ascendía a 10,4 veces el patrimonio. Producto de la débil situación patrimonial de TS, el 24/06/2016 sus accionistas realizaron aportes de capital irrevocable por \$250 millones (en proporción a sus tenencias accionarias), que le permite ampliar las disponibilidades de caja a la operatoria de la compañía. No obstante, Fix estima que, de no mediar eventos exógenos que afecten en forma negativa la operatoria de la compañía, la capitalización de TS mejore a lo largo de 2017, de sostenerse la marcada recuperación de sus resultados observada en los últimos dos trimestres.

Finalmente, la calificación de TS considera, como uno de sus factores centrales, la disposición del accionista (Banco Hipotecario y del grupo económico que éste conforma) para soportar a la entidad en caso de que esta llegase a necesitarlo.

Grafico #6: Fondeo - Dic'2016



Fuente> Tarshop S.A.

Anexo I

Tarshop S.A. Estado de Resultados

	31 dic 2016		31 dic 2015		31 dic 2014		31 dic 2013		31 dic 2012	
	Anual	Como % de	Anual	Como % de	Anual	Como % de	Anual	Como % de	Anual	Como % de
	ARS miles	Activos	ARS miles	Activos	ARS miles	Activos	ARS miles	Activos	ARS miles	Activos
	Original	Rentables	Original	Rentables	Original	Rentables	Original	Rentables	Original	Rentables
1. Intereses por Financiaciones	1.573.875,3	33,16	535.801,2	18,11	376.092,3	31,32	336.252,9	26,02	262.936,5	25,86
2. Otros Intereses Cobrados	50.403,6	1,06	79.989,2	2,70	70.518,2	5,87	46.074,0	3,57	45.991,4	4,52
3. Ingresos por Dividendos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
4. Ingresos Brutos por Intereses	1.624.278,8	34,22	615.790,4	20,81	446.610,5	37,19	382.326,8	29,59	308.927,9	30,38
5. Intereses por depósitos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
6. Otros Intereses Pagados	1.122.585,6	23,65	365.923,0	12,37	279.529,1	23,28	159.856,5	12,37	104.848,7	10,31
7. Total Intereses Pagados	1.122.585,6	23,65	365.923,0	12,37	279.529,1	23,28	159.856,5	12,37	104.848,7	10,31
8. Ingresos Netos por Intereses	501.693,2	10,57	249.867,5	8,44	167.081,4	13,91	222.470,3	17,22	204.079,2	20,07
9. Resultado Neto por operaciones de Intermediación y Derivados	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
10. Resultado Neto por Títulos Valores	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
11. Resultado Neto por Activos valuados a FV a través del estado de resultados	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
12. Resultado Neto por Seguros	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
13. Ingresos Netos por Servicios	702.786,5	14,81	602.935,6	20,38	314.576,5	26,19	272.975,8	21,12	229.229,6	22,54
14. Otros Ingresos Operacionales	26.101,7	0,55	4.654,1	0,16	4.817,3	0,40	9.469,5	0,73	3.225,7	0,32
15. Ingresos Operativos (excl. intereses)	728.888,2	15,36	607.589,7	20,53	319.393,8	26,59	282.445,4	21,86	232.455,3	22,86
16. Gastos de Personal	371.245,1	7,82	368.849,4	12,47	278.744,6	23,21	194.918,9	15,08	159.370,1	15,67
17. Otros Gastos Administrativos	584.920,3	12,32	410.555,3	13,87	274.537,6	22,86	210.725,2	16,31	175.269,0	17,24
18. Total Gastos de Administración	956.165,4	20,14	779.404,7	26,34	553.282,2	46,07	405.644,1	31,39	334.639,1	32,91
19. Resultado por participaciones - Operativos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
20. Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad	274.416,0	5,78	78.052,5	2,64	(66.807,0)	(5,56)	99.271,6	7,68	101.895,4	10,02
21. Cargos por Incobrabilidad	376.777,8	7,94	137.850,1	4,66	89.572,6	7,46	105.605,8	8,17	111.126,5	10,93
22. Cargos por Otras Provisiones	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
23. Resultado Operativo	(102.361,8)	(2,16)	(59.797,6)	(2,02)	(156.379,6)	(13,02)	(6.334,3)	(0,49)	(9.231,1)	(0,91)
24. Resultado por participaciones - No Operativos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
25. Ingresos No Recurrentes	24.097,5	0,51	6.606,0	0,22	4.234,6	0,35	1.968,5	0,15	1.246,3	0,12
26. Egresos No Recurrentes	368,7	0,01	1.578,3	0,05	2.319,7	0,19	1.632,0	0,13	3.035,5	0,30
27. Cambios en el valor de mercado de deuda propia	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
28. Otro Resultado No Recurrente Neto	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
29. Resultado Antes de Impuestos	(78.633,1)	(1,66)	(54.769,8)	(1,85)	(154.464,7)	(12,86)	(5.997,7)	(0,46)	(11.020,3)	(1,08)
30. Impuesto a las Ganancias	-74.543,3	-1,57	15.583,4	0,53	-43.401,7	-3,61	1.619,1	0,13	-5.256,3	-0,52
31. Ganancia/Pérdida de Operaciones discontinuadas	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
32. Resultado Neto	(4.089,8)	(0,09)	(70.353,2)	(2,38)	(111.063,0)	(9,25)	(7.616,8)	(0,59)	(5.764,0)	(0,57)
33. Resultado por diferencias de Valuación de inversiones disponibles para la venta	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
34. Revaluación del Activo Fijo	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
35. Resultados por Diferencias de Cotización	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
36. Otros Ajustes de Resultados	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
37. Resultado Neto Ajustado por FIX SCR	(4.089,8)	(0,09)	(70.353,2)	(2,38)	(111.063,0)	(9,25)	(7.616,8)	(0,59)	(5.764,0)	(0,57)
38. Memo: Resultado Neto Atribuible a Intereses Minoritarios	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
39. Memo: Resultado Neto Después de Asignación Atribuible a Intereses Minoritarios	-4.089,8	-0,09	-70.353,2	-2,38	-111.063,0	-9,25	-7.616,8	-0,59	-5.764,0	-0,57
40. Memo: Dividendos relacionados al período	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
41. Memo: Dividendos de Acciones Preferidas del Período	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-

Tarshop S.A.

Estado de Situación Patrimonial

	31 dic 2016		31 dic 2015		31 dic 2014		31 dic 2013		31 dic 2012	
	Anual ARS miles Original	Como % de Activos	Anual ARS miles Original	Como % de Activos	Anual ARS miles Original	Como % de Activos	Anual ARS mill Original	Como % de Activos	Anual ARS mill Original	Como % de Activos
Activos										
A. Préstamos										
1. Préstamos Hipotecarios	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
2. Otros Préstamos Hipotecarios	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
3. Préstamos de Consumo	5.008.388,8	93,76	3.008.857,9	90,69	1.269.898,4	82,17	1.367.468,7	91,67	1.108.166,0	95,00
4. Préstamos Comerciales	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
5. Otros Préstamos	109.743,0	2,05	104.108,9	3,14	63.324,9	4,10	47.633,4	3,19	34.753,4	2,98
6. Previsiones por riesgo de incobrabilidad	509.049,9	9,53	209.484,0	6,31	161.752,4	10,47	127.254,3	8,53	129.748,7	11,12
7. Préstamos Netos de Previsiones	4.609.081,9	86,28	2.903.482,8	87,52	1.171.470,9	75,80	1.287.847,7	86,34	1.013.170,7	86,85
8. Préstamos Brutos	5.118.131,8	95,81	3.112.966,8	93,83	1.333.223,3	86,26	1.415.102,0	94,87	1.142.919,4	97,98
9. Memo: Financiaciones en Situación Irregular	586.407,4	10,98	365.422,2	11,01	245.901,0	15,91	124.243,0	8,33	130.998,0	11,23
10. Memo: Préstamos a Valor Razonable	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
B. Otros Activos Rentables										
1. Depósitos en Bancos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
2. Operaciones de Pase y Colaterales en Efectivo	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
3. Títulos Valores para Compraventa o Intermediación	15.991,1	0,30	4.946,8	0,15	17.699,4	1,15	n.a.	-	n.a.	-
4. Derivados	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
4. Títulos Valores disponibles para la venta	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
5. Títulos registrados a costo más rendimiento	121.499,6	2,27	50.563,2	1,52	11.786,7	0,76	4.422,2	0,30	3.752,1	0,32
6. Inversiones en Sociedades	12,5	0,00	12,5	0,00	12,5	0,00	12,5	0,00	n.a.	-
7. Otras inversiones	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
8. Total de Títulos Valores	137.503,2	2,57	55.522,5	1,67	29.498,7	1,91	4.441,7	0,30	3.752,1	0,32
9. Memo: Títulos Públicos incluidos anteriormente	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
10. Memo: Total de Títulos Comprometidos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
11. Inversiones en inmuebles	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
12. Activos en Compañías de Seguros	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
13. Otros Activos por Intermediación Financiera	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
13. Activos Rentables Totales	4.746.585,0	88,86	2.959.005,3	89,19	1.200.969,6	77,71	1.292.289,3	86,63	1.016.922,8	87,18
C. Activos No Rentables										
1. Disponibilidades	215.093,2	4,03	121.743,7	3,67	99.544,3	6,44	60.818,4	4,08	39.205,3	3,36
2. Memo: Exigencia de efectivo mínimo en ítem anterior	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
3. Bienes Diversos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
4. Bienes de Uso	29.629,9	0,55	24.394,7	0,74	19.118,2	1,24	14.642,2	0,98	7.621,1	0,65
5. Llave de Negocio	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
6. Otros Activos Intangibles	7.255,9	0,14	8.960,3	0,27	5.174,5	0,33	7.391,3	0,50	10.474,0	0,90
7. Créditos Impositivos Corrientes	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
8. Impuestos Diferidos	166.209,5	3,11	86.251,6	2,60	93.728,2	6,06	49.566,4	3,32	49.946,0	4,28
9. Operaciones Discontinuas	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
10. Otros Activos	177.098,8	3,32	117.280,6	3,54	127.003,4	8,22	66.951,9	4,49	42.345,5	3,63
11. Total de Activos	5.341.872,3	100,00	3.317.636,2	100,00	1.545.538,2	100,00	1.491.666,5	100,00	1.166.514,7	100,00
Pasivos y Patrimonio Neto										
D. Pasivos Onerosos										
1. Cuenta Corriente	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
2. Caja de Ahorro	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
3. Plazo Fijo	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
4. Total de Depósitos de clientes	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
5. Préstamos de Entidades Financieras	452.405,4	8,47	324.218,6	9,77	209.927,9	13,58	232.796,8	15,61	194.549,4	16,68
6. Operaciones de Pase y Colaterales en Efectivo	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
7. Otros Depósitos y Fondos de Corto Plazo	3.609.883,7	67,58	1.981.846,8	59,74	985.520,1	63,77	832.183,1	55,79	667.206,2	57,20
8. Total de Depósitos, Préstamos a Entidades Financieras y Fondos	4.062.289,2	76,05	2.306.065,4	69,51	1.195.448,0	77,35	1.064.979,9	71,40	861.755,6	73,87
9. Pasivos Financieros de Largo Plazo	672.901,6	12,60	600.937,0	18,11	85.478,0	5,53	130.311,5	8,74	54.941,2	4,71
10. Deuda Subordinada	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
11. Otras Fuentes de Fondeo	n.a.	-	n.a.	-	2.747,0	0,18	48.496,5	3,25	722,6	0,06
12. Total de Fondos de Largo plazo	672.901,6	12,60	600.937,0	18,11	88.225,1	5,71	178.808,0	11,99	55.663,8	4,77
12. Derivados	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	220,0	0,02
14. Otros Pasivos por Intermediación Financiera	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
15. Total de Pasivos Onerosos	4.735.190,7	88,64	2.907.002,4	87,62	1.283.673,0	83,06	1.243.787,9	83,38	917.639,4	78,67
E. Pasivos No Onerosos										
1. Deuda valuada a Fair Value	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
2. Previsiones por riesgo de incobrabilidad	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
3. Otras Previsiones	45.999,0	0,86	40.094,4	1,21	28.977,9	1,87	23.506,0	1,58	19.196,3	1,65
4. Pasivos Impositivos corrientes	78.203,6	1,46	63.332,2	1,91	29.954,4	1,94	25.150,7	1,69	20.478,8	1,76
5. Impuestos Diferidos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
6. Otros Pasivos Diferidos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
7. Operaciones Discontinuas	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
8. Pasivos por Seguros	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
9. Otros Pasivos no onerosos	13.158,7	0,25	83.797,0	2,53	14.169,5	0,92	9.396,6	0,63	11.757,0	1,01
10. Total de Pasivos	4.872.552,0	91,21	3.094.226,1	93,27	1.356.774,8	87,79	1.301.840,1	87,27	969.071,5	83,07
F. Capital Híbrido										
1. Acciones Preferidas y Capital Híbrido contabilizado como deuda	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
2. Acciones Preferidas y Capital Híbrido contabilizado como Patrimonio	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
G. Patrimonio Neto										
1. Patrimonio Neto	469.320,4	8,79	223.410,2	6,73	188.763,4	12,21	189.826,4	12,73	197.443,2	16,93
2. Participación de Terceros	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
3. Reservas por valuación de Títulos Valores	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
4. Reservas por corrección de tipo de cambio	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
5. Diferencias de valuación no realizada y Otros	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
6. Total del Patrimonio Neto	469.320,4	8,79	223.410,2	6,73	188.763,4	12,21	189.826,4	12,73	197.443,2	16,93
7. Total de Pasivos y Patrimonio Neto	5.341.872,3	100,00	3.317.636,2	100,00	1.545.538,2	100,00	1.491.666,5	100,00	1.166.514,7	100,00
8. Memo: Capital Ajustado	295.855,0	5,54	128.198,2	3,86	89.860,8	5,81	132.868,7	8,91	137.023,2	11,75
9. Memo: Capital Elegible	295.855,0	5,54	128.198,2	3,86	89.860,8	5,81	132.868,7	8,91	137.023,2	11,75

Tarshop S.A.

Ratios

	31 dic 2016	31 dic 2015	31 dic 2014	31 dic 2013	31 dic 2012
	Anual	Anual	Anual	Anual	Anual
A. Ratios de Rentabilidad - Intereses					
1. Intereses por Financiaciones / Préstamos brutos (Promedio)	38,56	28,16	26,97	27,53	25,10
2. Intereses Pagados por Depósitos / Depósitos (Promedio)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3. Ingresos por Intereses / Activos Rentables (Promedio)	42,36	34,83	35,26	34,31	32,72
4. Intereses Pagados / Pasivos Onerosos (Promedio)	28,84	20,67	21,24	15,51	12,32
5. Ingresos Netos Por Intereses / Activos Rentables (Promedio)	13,08	14,13	13,19	19,96	21,62
6. Ingresos Netos por Intereses menos Cargos por Incobrabilidad / Activos Rentables (Promedio)	3,26	6,34	6,12	10,49	9,85
7. Ingresos netos por Intereses menos Dividendos de Acciones Preferidas / Activos Rentables (Promedio)	13,08	14,13	13,19	19,96	21,62
B. Otros Ratios de Rentabilidad Operativa					
1. Ingresos no financieros / Total de Ingresos	59,23	70,86	65,65	55,94	53,25
2. Gastos de Administración / Total de Ingresos	77,70	90,90	113,73	80,34	76,66
3. Gastos de Administración / Activos (Promedio)	21,93	37,03	36,12	31,63	30,64
4. Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad / Patrimonio Neto (Promedio)	85,51	38,82	(44,24)	49,82	52,01
5. Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad / Activos (Promedio)	6,29	3,71	(4,36)	7,74	9,33
6. Cargos por Incobrabilidad / Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad	137,30	176,61	(134,08)	106,38	109,06
7. Resultado Operativo / Patrimonio Neto (Promedio)	(31,90)	(29,74)	(103,55)	(3,18)	(4,71)
8. Resultado Operativo / Activos (Promedio)	(2,35)	(2,84)	(10,21)	(0,49)	(0,85)
9. Impuesto a las Ganancias / Resultado Antes de Impuestos	94,80	(28,45)	28,10	(27,00)	47,70
10. Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad / Activos Ponderados por Riesgo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
11. Resultado operativo / Activos Ponderados por Riesgo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
C. Otros Ratios de Rentabilidad					
1. Resultado Neto / Patrimonio Neto (Promedio)	(1,27)	(34,99)	(73,54)	(3,82)	(2,94)
2. Resultado Neto / Activos (Promedio)	(0,09)	(3,34)	(7,25)	(0,59)	(0,53)
3. Resultado Neto Ajustado / Patrimonio Neto (Promedio)	(1,27)	(34,99)	(73,54)	(3,82)	(2,94)
4. Resultado Neto Ajustado / Total de Activos Promedio	(0,09)	(3,34)	(7,25)	(0,59)	(0,53)
5. Resultado Neto / Activos más Activos Administrados (Promedio)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
6. Resultado neto / Activos Ponderados por Riesgo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
7. Resultado neto ajustado / Activos Ponderados por Riesgo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
D. Capitalización					
1. Capital Ajustado / Riesgos Ponderados	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3. Tangible Common Equity / Tangible Assets	5,72	3,98	6,21	9,26	12,39
4. Tier 1 Regulatory Capital Ratio	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
5. Total Regulatory Capital Ratio	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
7. Patrimonio Neto / Activos	8,79	6,73	12,21	12,73	16,93
8. Dividendos Pagados y Declarados / Utilidad neta	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
9. Dividendos Pagados y Declarados / Resultado Neto Ajustado por FIX SCR	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
10. Dividendos y recompra de Acciones / Resultado Neto	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
11. Resultado Neto - Dividendos pagados / Total del Patrimonio Neto	(0,87)	(31,49)	(58,84)	(4,01)	(2,92)
E. Ratios de Calidad de Activos					
1. Crecimiento del Total de Activos	61,01	114,66	3,61	27,87	11,64
2. Crecimiento de los Préstamos Brutos	64,41	133,49	(5,79)	23,81	15,85
3. Préstamos Irregulares / Total de Financiaciones	11,61	11,21	17,58	20,36	11,46
4. Previsiones / Total de Financiaciones	10,08	6,43	11,57	8,13	11,35
5. Previsiones / Préstamos Irregulares	86,81	57,33	65,78	102,42	99,05
6. Préstamos Irregulares Netos de Previsiones / Patrimonio Neto	16,48	69,80	44,58	(1,59)	0,63
7. Cargos por Incobrabilidad / Total de Financiaciones (Promedio)	9,23	7,24	6,42	8,64	10,61
8. Préstamos dados de baja en el periodo / Préstamos Brutos (Promedio)	0,91	3,56	1,12	7,04	5,29
9. Préstamos Irregulares + Bienes Diversos / Préstamos Brutos + Bienes Diversos	11,61	11,21	17,58	7,94	11,46
F. Ratios de Fondo					
1. Préstamos / Depósitos de Clientes	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2. Préstamos Interbancarios / Pasivos Interbancarios	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	(0,00)
3. Depositos de clientes / Fondo Total excluyendo Derivados	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Anexo II Dictamen

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACION DE RIESGO “afiliada de Fitch Ratings” - Reg. CNV N°9, reunido el 23 de marzo de 2017, **asignó** las siguientes calificaciones de Tarshop S.A.:

-Obligaciones Negociables Clase IX por un valor nominal de \$ 20 millones (ampliable a \$ 500 millones): **AA-(arg)**, Perspectiva **Negativa**.

-Obligaciones Negociables Clase X por un valor nominal de \$ 20 millones (ampliable a \$ 500 millones): **AA-(arg)**, Perspectiva **Negativa**.

Además, el Consejo de Calificación **confirmó*** las siguientes calificaciones:

-Obligaciones Negociables Clase XIX por un valor nominal de \$ 15 millones (ampliable a \$ 150 millones): **AA-(arg)**, Perspectiva **Negativa**.

-Obligaciones Negociables Clase XXIII por un valor nominal de \$ 20 millones (ampliable a \$ 300 millones): **AA-(arg)**, Perspectiva **Negativa**.

-Obligaciones Negociables Clase XXVI por un valor nominal de \$ 20 millones (ampliable a \$ 300 millones): **AA-(arg)**, Perspectiva **Negativa**.

-Obligaciones Negociables Clase XXVII por un valor nominal de \$ 20 millones (ampliable a \$ 300 millones): **AA-(arg)**, Perspectiva **Negativa**.

-Obligaciones Negociables Clase I por un valor nominal de \$ 20 millones (ampliable a \$ 300 millones): **AA-(arg)**, Perspectiva **Negativa**.

-Obligaciones Negociables Clase II por un valor nominal de \$ 20 millones (ampliable a \$ 300 millones): **AA-(arg)**, Perspectiva **Negativa**.

-Obligaciones Negociables Clase IV por un valor nominal de \$ 20 millones (ampliable a \$ 300 millones): **AA-(arg)**, Perspectiva **Negativa**.

-Obligaciones Negociables Clase V por un valor nominal de \$ 20 millones (ampliable a \$ 300 millones): **AA-(arg)**, Perspectiva **Negativa**.

-Obligaciones Negociables Clase VII por un valor nominal de \$ 20 millones (ampliable a \$ 500 millones): **AA-(arg)**, Perspectiva **Negativa**.

-Obligaciones Negociables Clase VIII por un valor nominal de \$ 20 millones (ampliable a \$ 500 millones): **AA-(arg)**, Perspectiva **Negativa**.

La calificación de Tarshop S.A. se fundamenta en la disposición y capacidad que tendría su accionista mayoritario para brindar soporte a la entidad en caso de que esta lo requiera. El Banco Hipotecario S.A. -calificado en AA(arg) con perspectiva estable- es el accionista mayoritario con el 80% de la participación accionaria, e IRSA Propiedades Comerciales SA (continuadora por cambio de denominación de Alto Palermo S.A. (APSA) -con calificación nacional de AA+(arg) con perspectiva estable- mantiene el 20% restante. La calificadora evalúa como estratégicamente importante a Tarshop S.A. dentro de la estrategia de negocios de Banco Hipotecario S.A., dada la complementariedad de negocios entre ambas entidades y el histórico soporte operativo y financiero que le ha brindado el banco a la compañía.

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.

Los estados financieros fueron confeccionados y presentados de acuerdo a los Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) adoptadas por la Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas como normas contables profesionales e incorporadas por la Comisión Nacional de Valores a su normativa, tal como fueron aprobadas por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IAASB por su siglas en inglés).

Nuestro análisis de la situación de la entidad se basa en los estados contables auditados al 31.12.2016, con opinión sin salvedades por Price Waterhouse & Co. S.R.L. y Abelovich, Polano & Asociados S.R.L.

* 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:

- Estados contables auditados (último 31.12.2016), disponibles en www.cnv.gob.ar.
- Estados contables trimestrales auditados (último 30.09.2016), disponibles en www.cnv.gob.ar.
- Prospecto de emisión de Obligaciones Negociables, disponible en www.cnv.gob.ar.

Asimismo se consideró, entre otros, la siguiente información de carácter privado:

- Suplemento de Precios Preliminar de Obligaciones Negociables Clase IX y Clase X provisto por el emisor el 09/03/2017

Anexo III

Descripción de las emisiones

Obligaciones Negociables Clase XIX por un valor nominal de \$15 millones (ampliable a \$150 millones)

Las Obligaciones Negociables constituyen obligaciones directas, incondicionales, no garantizadas y no subordinadas de la entidad, con al menos igual prioridad de pago que todo otro endeudamiento no garantizado y no subordinado, presente y futuro de la compañía.

La sumatoria del monto de emisión de las Obligaciones Negociables Clase XVII, XVIII y XIX no podía superar el monto total máximo (\$45 millones). Sin perjuicio de ello, el monto total máximo podía ser reducido o ampliado hasta el monto total autorizado, el cual ascendía a \$150 millones y este no podía excederse en ningún momento. Cada una de las clases de las Obligaciones Negociables podía ser emitida por un monto nominal mayor o menor a \$15 millones, sin superar el monto total autorizado.

La Clase XIX con vencimiento a 36 meses, devenga un interés a una tasa variable que es la suma de una tasa de referencia (BADLAR privada) y un margen de corte licitado en la colocación. Los intereses se devengan en forma trimestralmente a período vencido. La amortización del capital se efectuará en un solo pago a la fecha de vencimiento.

El destino de los fondos se dedicará a la integración de capital de trabajo en la República Argentina.

Las Obligaciones Negociables Clase XIX fueron emitidas por \$6.315.789 con vencimiento el 26 de noviembre de 2017. Las obligaciones devengarán una tasa de interés variable nominal anual que será igual a una tasa de referencia (Badlar privada) más 525 puntos básicos.

Obligaciones Negociables Clase XXIII por un valor nominal de \$20 millones (ampliable a \$300 millones)

Las Obligaciones Negociables constituyen obligaciones directas, incondicionales, no garantizadas y no subordinadas de la entidad, con al menos igual prioridad de pago que todo otro endeudamiento no garantizado y no subordinado, presente y futuro de la compañía.

La sumatoria del monto de emisión de las Obligaciones Negociables Clase XXIII y XXIV no puede superar el monto total (\$40 millones). Sin perjuicio de ello, el monto total podía ser reducido o ampliado hasta el monto total máximo autorizado, el cual ascendía a \$300 millones y este no podía excederse en ningún momento. Cada una de las clases de las Obligaciones Negociables podía ser emitida por un monto nominal mayor o menor a \$20, sin superar el monto total autorizado.

La Clase XXIII tiene vencimiento a los 18 meses desde la fecha de emisión, y devenga un interés a una tasa de interés variable, dado por la suma de la tasa de referencia de la Clase XXIII (Badlar Privada), más un margen de corte determinado en el período de licitación y antes de la fecha de emisión y liquidación (antes a una tasa mixta, fija del 28.5% hasta el vencimiento del tercer mes inclusive y variable –Badlar Privada más un margen de corte- desde el inicio del cuarto mes hasta el vencimiento).

La amortización del capital se efectuará en un solo pago a la fecha de vencimiento.

El destino de los fondos se dedicará a la integración de capital de trabajo en la República Argentina.

Las Obligaciones Negociables Clase XXIII fueron emitidas el 16/11/2015 por \$160.000.000 con vencimiento el 16 de mayo de 2017. Las obligaciones devengarán una tasa de interés variable nominal anual que será igual a una tasa de referencia (Badlar privada) más 600 puntos básicos.

Obligaciones Negociables Clase XXVI por un valor nominal de \$20 millones (ampliable a \$300 millones)

Las Obligaciones Negociables constituyen obligaciones directas, incondicionales, no garantizadas y no subordinadas de la entidad, con al menos igual prioridad de pago que todo otro endeudamiento no garantizado y no subordinado, presente y futuro de la compañía.

El monto de emisión de las Obligaciones Negociables podía alcanzar hasta el monto total máximo de \$300 millones.

La Clase XXVI tiene vencimiento a los 18 meses desde la fecha de emisión, y devenga un interés nominal anual a una tasa de interés variable, que es la suma de la tasa de referencia de la Clase XXVI (Badlar Privada), más un margen de corte determinado al finalizar el período de licitación y antes de la fecha de emisión y liquidación.

La amortización del capital se efectuará en un solo pago a la fecha de vencimiento.

El destino de los fondos se dedicará a la integración de capital de trabajo en la República Argentina.

Las Obligaciones Negociables Clase XXVI fueron emitidas el 26/01/2016 por \$156.971.808 con vencimiento el 26 de julio de 2017. Las obligaciones devengarán una tasa de interés variable nominal anual que será igual a una tasa de referencia (Badlar privada) más 650 puntos básicos.

Obligaciones Negociables Clase XXVII por un valor nominal de \$20 millones (ampliable a \$300 millones)

Las Obligaciones Negociables constituyen obligaciones directas, incondicionales, no garantizadas y no subordinadas de la entidad, con al menos igual prioridad de pago que todo otro endeudamiento no garantizado y no subordinado, presente y futuro de la compañía.

El monto de emisión de las Obligaciones Negociables podía alcanzar hasta un monto total máximo de \$300 millones.

La Clase XXVII tiene vencimiento a los 18 meses desde la fecha de emisión, y devenga un interés nominal anual a una tasa variable, compuesta por la suma de la tasa de referencia de la Clase XXVII (Badlar Privada), más un margen de corte licitado al finalizar el período de licitación, estableciéndose que para los dos primeros períodos de devengamiento de intereses, la tasa de interés no puede ser inferior a una tasa del 37% nominal anual.

La amortización del capital se efectuará en un solo pago a la fecha de vencimiento.

El destino de los fondos se dedicará a la integración de capital de trabajo en la República Argentina.

Las Obligaciones Negociables Clase XXVII fueron emitidas el 04/05/2016 por \$147.288.000 con vencimiento el 4 de noviembre de 2017. Las obligaciones devengarán una tasa de interés variable nominal anual que será igual a una tasa de referencia (Badlar privada) más 600 puntos básicos.

Obligaciones Negociables Clase I por un valor nominal de \$20 millones (ampliable a \$300 millones)

Las Obligaciones Negociables constituyen obligaciones directas, incondicionales, no garantizadas y no subordinadas de la entidad, con al menos igual prioridad de pago que todo otro endeudamiento no garantizado y no subordinado, presente y futuro de la compañía.

La sumatoria del monto de emisión de las Obligaciones Negociables Clase I, Clase II y Clase III, en forma conjunta, no podía superar en ningún momento el monto total máximo de \$300 millones.

Las Obligaciones Negociables Clase I tienen vencimiento a los 18 meses contados desde la fecha de emisión, y devengan un interés nominal anual a una tasa variable, compuesta por la suma de la tasa de referencia de la Clase I (Badlar Privada), más un margen de corte establecido previo al período de colocación, asimismo para el primer período de devengamiento de intereses (primer trimestre), la tasa de Interés no puede ser inferior al 28,50%.

La amortización del capital se efectuará en un solo pago a la fecha de vencimiento.

El destino de los fondos se dedicará a la integración de capital de trabajo en la República Argentina.

Las Obligaciones Negociables Clase I fueron emitidas el 07/09/2016 por \$204.033.333 con vencimiento el 7 de marzo de 2018. Las obligaciones devengarán una tasa de interés variable nominal anual que será igual a una tasa de referencia (Badlar privada) más 448 puntos básicos.

La emisión de las Obligaciones Negociables Clase III fue declarada desierta.

Obligaciones Negociables Clase II por un valor nominal de \$20 millones (ampliable a \$300 millones)

Las Obligaciones Negociables constituyen obligaciones directas, incondicionales, no garantizadas y no subordinadas de la entidad, con al menos igual prioridad de pago que todo otro endeudamiento no garantizado y no subordinado, presente y futuro de la compañía.

La sumatoria del monto de emisión de las Obligaciones Negociables Clase I, Clase II y Clase III, en forma conjunta, no podía superar en ningún momento el monto total máximo de \$300 millones.

Las Obligaciones Negociables Clase II tienen un vencimiento a los 30 meses contados desde la fecha de emisión, y devengan un interés nominal anual a una tasa variable, compuesta por la suma de la tasa de referencia de la Clase I (Badlar Privada), más un margen de corte licitado al finalizar el período de colocación, estableciéndose que para los dos primeros períodos de devengamiento de intereses (primeros dos trimestres), la tasa de Interés no puede ser inferior al 27,50% nominal anual.

La amortización del capital se efectuará en un solo pago a la fecha de vencimiento.

El destino de los fondos se dedicará a la integración de capital de trabajo en la República Argentina.

Las Obligaciones Negociables Clase II fueron emitidas el 07/09/2016 por \$67.360.000 con vencimiento el 7 de marzo de 2019. Las obligaciones devengarán una tasa de interés variable nominal anual que será igual a una tasa de referencia (Badlar privada) más 499 puntos básicos.

La emisión de las Obligaciones Negociables Clase III fue declarada desierta.

Obligaciones Negociables Clase IV por un valor nominal de \$20 millones (ampliable a \$300 millones)

Las Obligaciones Negociables constituyen obligaciones directas, incondicionales, no garantizadas y no subordinadas de la entidad, con al menos igual prioridad de pago que todo otro endeudamiento no garantizado y no subordinado, presente y futuro de la compañía.

La sumatoria del monto de emisión de las Obligaciones Negociables Clase IV, Clase V y Clase VI, en forma conjunta, no podían superar en ningún momento el monto total máximo de \$300 millones.

Las Obligaciones Negociables Clase IV tienen un vencimiento a los 18 meses contados desde la fecha de emisión, y devengan un interés nominal anual a tasa variable, compuesta por la suma de la tasa de referencia de la Clase IV (Badlar Privada), más el margen de corte de la Clase IV licitado al finalizar el período de colocación, estableciéndose que para el primer período de devengamiento de intereses (primer trimestre), la tasa de Interés no puede ser inferior al 26,75% nominal anual.

La amortización del capital se efectuará en un solo pago a la fecha de vencimiento.

El destino de los fondos se dedicará a la integración de capital de trabajo en la República Argentina.

Las Obligaciones Negociables Clase IV fueron emitidas el 04/11/2016 por \$213.031.426 con vencimiento el 4 de mayo de 2018. Las obligaciones devengarán una tasa de interés variable nominal anual que será igual a una tasa de referencia (Badlar privada) más 400 puntos básicos.

La emisión de las Obligaciones Negociables Clase VI fue declarada desierta.

Obligaciones Negociables Clase V por un valor nominal de \$20 millones (ampliable a \$300 millones)

Las Obligaciones Negociables constituyen obligaciones directas, incondicionales, no garantizadas y no subordinadas de la entidad, con al menos igual prioridad de pago que todo otro endeudamiento no garantizado y no subordinado, presente y futuro de la compañía.

La sumatoria del monto de emisión de las Obligaciones Negociables Clase IV, Clase V y Clase VI, en forma conjunta, no podían superar en ningún momento el monto total máximo de \$300 millones.

Las Obligaciones Negociables Clase V tienen un vencimiento a los 30 meses contados desde la fecha de emisión, y devengan un interés nominal anual a una tasa variable, compuesta por la suma de la tasa de referencia de la Clase V (Badlar Privada), más el margen de corte de la Clase V licitado al finalizar el período de colocación, estableciéndose que para los dos primeros períodos de devengamiento de intereses (primeros dos trimestres), la tasa de Interés no puede ser inferior al 26,75% nominal anual.

La amortización del capital se efectuará en un solo pago a la fecha de vencimiento.

El destino de los fondos se dedicará a la integración de capital de trabajo en la República Argentina.

Las Obligaciones Negociables Clase V fueron emitidas el 04/11/2016 por \$77.818.181 con vencimiento el 4 de mayo de 2019. Las obligaciones devengarán una tasa de interés variable nominal anual que será igual a una tasa de referencia (Badlar privada) más 425 puntos básicos.

La emisión de las Obligaciones Negociables Clase VI fue declarada desierta.

Obligaciones Negociables Clase VII por un valor nominal de \$20 millones (ampliable a \$500 millones)

Las Obligaciones Negociables constituyen obligaciones directas, incondicionales, no garantizadas y no subordinadas de la entidad, con al menos igual prioridad de pago que todo otro endeudamiento no garantizado y no subordinado, presente y futuro de la compañía.

La sumatoria del monto de emisión de las Obligaciones Negociables Clase VII y Clase VIII, en forma conjunta, no podían superar en ningún momento el monto total máximo de \$500 millones.

Las Obligaciones Negociables Clase VII tienen un plazo de 18 meses contados desde la fecha de emisión, y devengan un interés nominal anual a una tasa variable, compuesta por la suma de la tasa de referencia de la Clase VII (Badlar Privada), más el margen de corte de la Clase VII, licitado al finalizar el período de colocación, siendo que para el primer período de devengamiento de intereses (primer trimestre), la tasa de Interés no puede ser inferior al 24,50% nominal anual.

La amortización del capital se efectuará en un solo pago a la fecha de vencimiento.

El destino de los fondos se dedicará a la integración de capital de trabajo en la República Argentina.

Las Obligaciones Negociables Clase VII fueron emitidas el 24/01/2017 por \$229.000.000 con vencimiento el 24 de julio de 2018. Las obligaciones devengarán una tasa de interés variable nominal anual que será igual a una tasa de referencia (Badlar privada) más 400 puntos básicos.

Obligaciones Negociables Clase VIII por un valor nominal de \$20 millones (ampliable a \$500 millones)

Las Obligaciones Negociables constituyen obligaciones directas, incondicionales, no garantizadas y no subordinadas de la entidad, con al menos igual prioridad de pago que todo otro endeudamiento no garantizado y no subordinado, presente y futuro de la compañía.

La sumatoria del monto de emisión de las Obligaciones Negociables Clase VII y Clase VIII, en forma conjunta, no podía superar en ningún momento el monto total máximo de \$500 millones.

Las Obligaciones Negociables Clase VIII tienen un plazo de 30 meses contados desde la fecha de emisión, y devengan un interés nominal anual a una tasa variable, compuesta por la suma de la tasa de referencia de la Clase VIII (Badlar Privada), más el margen de corte de la Clase VIII, licitado al finalizar el período de colocación, estableciéndose que para los primeros dos períodos de devengamiento de intereses (primeros dos trimestres), la tasa de Interés no puede ser inferior al 24,50% nominal anual.

La amortización del capital se efectuará en un solo pago a la fecha de vencimiento.

El destino de los fondos se dedicará a la integración de capital de trabajo en la República Argentina

Las Obligaciones Negociables Clase VIII fueron emitidas el 24/01/2017 por \$53.237.500 con vencimiento el 24 de julio de 2019. Las obligaciones devengarán una tasa de interés variable nominal anual que será igual a una tasa de referencia (Badlar privada) más 469 puntos básicos.

Obligaciones Negociables Clase IX por un valor nominal de \$20 millones (ampliable a \$500 millones)

Las Obligaciones Negociables constituirán obligaciones directas, incondicionales, no garantizadas y no subordinadas de la entidad, con al menos igual prioridad de pago que todo otro endeudamiento no garantizado y no subordinado, presente y futuro de la compañía.

La sumatoria del monto de emisión de las Obligaciones Negociables Clase IX y Clase X, en forma conjunta, no podía superar en ningún momento el monto total máximo de \$500 millones.

Las Obligaciones Negociables Clase IX tendrán un plazo de 18 meses contados desde la fecha de emisión y liquidación, y devengan un interés nominal anual a una tasa variable, compuesta por la suma de la tasa de referencia de la Clase IX (Badlar Privada), más el margen de corte de la Clase IX, a licitar al finalizar el período de colocación, estableciéndose que para el primer período de devengamiento de intereses (primer trimestre), la tasa de Interés podrá tener un mínimo que será informado en un aviso complementario al aviso de suscripción.

La amortización del capital se efectuará en un solo pago a la fecha de vencimiento.

El destino de los fondos se dedicará a la integración de capital de trabajo en la República Argentina

Obligaciones Negociables Clase X por un valor nominal de \$20 millones (ampliable a \$500 millones)

Las Obligaciones Negociables constituirán obligaciones directas, incondicionales, no garantizadas y no subordinadas de la entidad, con al menos igual prioridad de pago que todo otro endeudamiento no garantizado y no subordinado, presente y futuro de la compañía.

La sumatoria del monto de emisión de las Obligaciones Negociables Clase IX y Clase X, en forma conjunta, no podía superar en ningún momento el monto total máximo de \$500 millones.

Las Obligaciones Negociables Clase X tendrán un plazo de 30 meses contados desde la fecha de emisión y liquidación, y devengan un interés nominal anual a una tasa variable, compuesta por la suma de la tasa de referencia de la Clase X (Badlar Privada), más el margen de corte de la Clase X, a licitar al finalizar el período de colocación, estableciéndose que para los dos primeros períodos de devengamiento de intereses (primeros dos trimestre), la tasa de Interés podrá tener un mínimo que será informado en un aviso complementario al aviso de suscripción.

La amortización del capital se efectuará en un solo pago a la fecha de vencimiento.

El destino de los fondos se dedicará a la integración de capital de trabajo en la República Argentina

Anexo IV

Glosario

PN: Patrimonio neto.

ROA: Retorno sobre Activo.

ROE: Retorno sobre Patrimonio Neto.

Capital Ajustado: Es el Patrimonio Neto (incluido participaciones de terceros en sociedades controladas) de la entidad al que se le deducen intangibles; impuestos diferidos; activos netos en compañías de seguro; y certificados de participación en fideicomisos.

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 calificador–, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

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

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

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

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

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

Las calificaciones representan una opinión y no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 1.000 y USD 200.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de cualquier jurisdicción, incluyendo, no de modo excluyente, las leyes del mercado de títulos y valores de Estados Unidos de América y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.