

Tarshop S.A.

Informe Integral

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 que tendría su accionista mayoritario para brindar soporte a la entidad en caso de que esta lo requiera. El Banco Hipotecario S.A. (BH, calificado en AA(arg) con perspectiva estable) es el accionista mayoritario con el 80% de la participación accionaria, y IRSA PC (con calificación nacional de AA+(arg)) mantiene el 20% restante, ambas entidades forman parte de un mismo grupo económico. Se considera positivamente el vínculo estratégico y la complementariedad de negocios entre TS y BH.

Bajo desempeño: La rentabilidad conserva la tendencia de recuperación observada durante 2014. Si bien el resultado operativo continúa siendo negativo, periódicamente el déficit se ha reducido sustentado en un fuerte crecimiento de sus ingresos por servicios y un adecuado control de la calidad de sus activos, que compensan la dinámica de los gastos operativos. La calificadora evalúa probable que los resultados de TS continúen mejorando hacia indicadores de rentabilidad positivos, en parte beneficiados por la eliminación en los topes de tasa de interés (Com. A 5853 del BCRA).

Muy baja capitalización: A dic'15 el capital tangible representaba el 4% de los activos tangibles y el apalancamiento ascendía a 13 veces el patrimonio. Los accionistas han aprobado un programa de capitalización en tramos. El primer tramo (\$110 mill.) se realizó el 15/12/14, el segundo el 25/09/15 por \$52.5 millones, y recientemente (20/11/15) los accionistas aprobaron el tercer tramo de aporte por otros \$52.5 millones. Esto le ha permitido a TS conservar mínimos indicadores de solvencia y absorber pérdidas.

Adecuada calidad de activos: La cartera con mora mayor a 90 días es el 5.0% de las financiaciones, por debajo de dic'14 (9.90%) producto de los castigos de cartera (3.6% de las financiaciones) y la mejora en la calidad de la cartera. La cobertura con provisiones es adecuada (6.9% del total de financiaciones).

Buena diversificación de fondeo: A dic'15 el fondeo de la entidad se compone de deudas con comercios (11.7% del activo); financiaciones bancarias (9.8%); emisiones de obligaciones negociables (16.3%); y valores de deuda fiduciaria (49.2%). Asimismo el soporte que le provee su accionista mayoritario le brinda una mayor flexibilidad financiera.

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 a corto plazo podría llevar a revisar a la baja las calificaciones de la entidad.

Calificaciones

Nacional

ON Clase XXVII AA-(arg)

Perspectiva

Calificación Nacional de Largo Plazo Negativa

Resumen Financiero

Miles	31/12/2015	31/12/2014
Activos (USD)	255.105	180.722
Activos (Pesos)	3.317.636	1.545.538
Patrimonio Neto (Pesos)	223.410	188.763
Resultado Neto (Pesos)	-70.353	-111.063
ROA (%)	-3,34	-7,25
ROE (%)	-34,99	-73,54
PN / Activos (%)	6,7	12,2

Tipo de acmbio de referencia del BCRA. 12/2015=13,005 y 12/2014=8,552

Criterios relacionados

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

Analistas:

Analista Principal
Darío Logiodice
Director
5411 – 5235 - 8136
dario.logiodice@fixscr.com

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

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 negativa- 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 adelantos de dinero en efectivo. La línea de adelantos de dinero en efectivo involucra dos modalidades bien diferenciadas: adelantos en sucursales y cajeros automáticos, y adelantos en comercios adheridos a la operatoria de financiamiento directo en comercios. Su estrategia está orientada a generar opciones de financiamiento para los sectores socioeconómico medios y bajos 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 25 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 790 empleados a Dic’15.

El 5 de septiembre de 2014, TS celebró un acuerdo con Visa Argentina S.A. para comercializar la tarjeta de crédito Tarjeta Shopping Visa. Durante el segundo trimestre de 2015 la entidad ha comenzado a emitir las tarjetas Visa y a migrar a la nueva red de aceptación su negocio actual. Este acuerdo le permite a la entidad ampliar la red de comercios con la que opera, ampliando su cobertura geográfica a nivel nacional y permitiéndole ofrecer mayores alternativas de compras a sus clientes, lo que incrementa el potencial crecimiento en su volumen de negocios. A la fecha de cierre de balance llevaba migrada 2/3 partes de su base de clientes a la utilización de la Tarjeta Shopping Visa y planea migrar el 1/3 restante para mayo de 2016.

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

Tras el cambio de autoridades en diciembre 2015, el Banco Central inició un proceso de normalización monetaria, crediticia y cambiaria, así como de liberación de restricciones impuestas por la anterior administración a la actividad financiera, otorgándole a las entidades mayor flexibilidad para gestionar su estrategia de negocios.

Así, la normalización del mercado cambiario a través del establecimiento de un único tipo de cambio para todo tipo de operaciones y la progresiva liberación del flujo de operaciones corrientes en moneda extranjera, dio como resultado que fuese el mercado quien estableciera la paridad a la cual se realizan las transacciones, reservándose el Banco Central su rol de ejecutar la política de flotación administrada. En el marco de la normalización del mercado cambiario, se mantuvo la obligación de liquidar exportaciones en el mercado de cambios, se liberó la compra de divisas para formación de activos externos y se estableció un cronograma

para regularizar pagos pendientes de importaciones ya embarcadas. Como resultado, los bancos se vieron beneficiados no sólo por las diferencias de cotización derivadas de la unificación del tipo de cambio, sino también por un mayor volumen de transacciones. En este contexto, se registró un cambio en la tendencia de los depósitos en dólares del sector privado.

Sin embargo, la medida con mayor impacto sobre los resultados de las entidades financieras estuvo enmarcada dentro del proceso de normalización crediticia: la eliminación de los límites de tasa que se habían establecido para algunas operaciones de crédito y los depósitos a plazo en la banca minorista.

De acuerdo a los objetivos para el 2016, el BCRA buscará impulsar el crédito, con el fin de potenciar el desarrollo productivo. En esa dirección, con el fin de brindar acceso a crédito a MiPyMes a tasas razonables y por diferentes plazos se estableció la “Línea de financiamiento para la producción y la inclusión financiera”. Por la cual, los bancos alcanzados deberán mantener un stock de préstamos equivalente al 14% de sus depósitos del sector privado, salvo las entidades de reducido tamaño, para las cuales dicho porcentaje se reduce al 8%.

Actualmente las entidades financieras enfrentan el desafío de mejorar sus niveles de eficiencia, deteriorados por los altos costos de estructura impulsados por elevados índices inflacionarios y no compensados por el crecimiento en la actividad. Se prevé que en 2016 los préstamos y depósitos del sector privado se expandan levemente por encima de la tasa de inflación. Respecto de la calidad de carrea, si bien la morosidad puede aumentar, se considera que las entidades en general se encuentran bien previsionadas y no se esperan problemas significativos a pesar de algunos cambios en los precios relativos.

En virtud del actual contexto macroeconómico local, FIX estima que 2016 será un año de transición, y a partir de 2017 prevé un gradual incremento en la actividad crediticia, condicionado por factores exógenos, tales como la situación de Brasil y la evolución del precio de los commodities.

Desempeño de la entidad

Bajo desempeño

(%)	2015	2014	2013	2012
Ingresos Netos por Intereses/ Activos Rentables Prom.	14.13	13.19	19.96	21.62
Gastos de Administración / Total de Ingresos	90.90	113.73	80.34	76.66
Cargos por Incobrabilidad / Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad	176.61	(134.08)	106.38	109.06
Resultado Operativo / Activos Prom.	(2.84)	(10.21)	(0.49)	(0.85)
Resultado operativo / Activos Ponderados por Riesgo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Resultado Neto / Patrimonio Neto Prom.	(34.99)	(73.54)	(3.82)	(2.94)

Fuente: Tarshop S.A.

La rentabilidad de Tarshop, conserva la tendencia de recuperación. Si bien dic'15 el resultado operativo de la entidad continúa siendo negativo, periódicamente el déficit se ha reducido sustentado en un fuerte crecimiento de sus ingresos por servicios y un adecuado control de la calidad de sus activos, que compensan la presión de los gastos operativos.

Grafico #1 - Evolución Resultado Trimestral

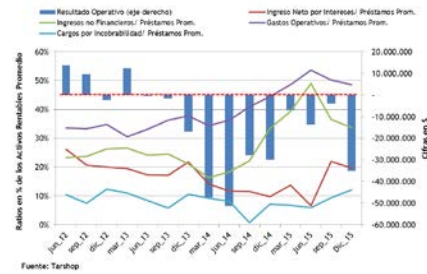
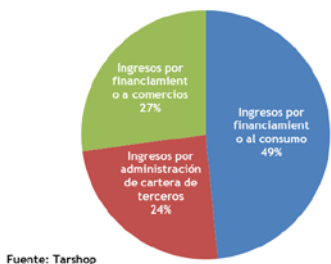


Grafico #2: Ingresos brutos por tipo de ingresos (acum 12 meses) - Dic'2015



De mantenerse la buena gestión de su riesgo crediticio, la calificadora evalúa probable que los resultados de TS continúen mejorando hacia indicadores de rentabilidad positivos, en parte beneficiados por la eliminación en los topes de tasa de interés (Com. A 5853 del BCRA) que otorgan una mayor libertad a las entidades para fijar sus precios de acuerdo al riesgo. Asimismo, se prevé un incremento en el costo de su fondeo a corto plazo, aunque FIX evalúa que TS mantiene una adecuada flexibilidad financiera para administrar el riesgo de tasa.

Dado su modelo de negocio, la diversificación de la base de ingresos de la compañía es acotada (ver Gráfico #2), y directamente relacionada al volumen de negocios de su operatoria de tarjeta de créditos y adelanto de efectivo. Por otro lado, los ingresos operativos de la entidad registran una reversión de su tendencia con un crecimiento del 76% interanual a dic'15, impulsados por los ingresos netos por servicios (+91.7% anual), principalmente por ingresos por comisiones de administración de cartera de créditos de terceras entidades entre las que se incluye Préstamos Jet, además de ingresos por seguros. Los ingresos netos por intereses, registrando un incremento del 49.5% anual a dic'15, por la mayor contribución de los adelantos en efectivos al resultado.

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 resultado. Sin embargo, el acuerdo con Visa (ver Perfil) y otros cambios organizativos recientes tendientes a aprovechar sinergias operativas con BH, le permitirán aumentar la eficiencia de su estructura y crecer en su volumen de negocios. A dic'15 los gastos operativos representaban el 90% de los ingresos brutos.

Los cargos por incobrabilidad netos de recuperos aumentaron un 54% respecto del año anterior, producto del rápido crecimiento que registró la cartera de financiaciones en el segundo semestre del año, mientras que su cartera morosa se incrementó un 21% en el mismo período. En este sentido, los cargos por incobrabilidad anualizados representaron el 7.2% del stock promedio de financiaciones de la compañía, acorde al promedio histórico de los últimos tres ejercicios (7.4%). Se espera que los cargos presenten un mayor crecimiento durante 2016 dado el escenario base de un incremento en la morosidad de las carteras de entidades financieras en general y una caída del ingreso disponible.

Administración de riesgos

El principal riesgo de TS es el de crédito dada por la alta participación de su cartera de financiaciones netas de provisiones en el activo del balance (87.5% del activo). Otro riesgo inherente a su operatoria son el riesgo de tasa de interés dado por el potencial movimiento asimétrico de las tasas pasivas con relación a las tasas activas y 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.

Riesgo de crédito

Adecuada Calidad de Activos

(%)	2015	2014	2013	2012
Crecimiento de Préstamos Brutos (Ytd*)	133.49	(5.79)	23.81	15.85
Préstamos Irregulares / Préstamos Brutos	5.03	9.90	7.84	11.46
Provisiones / Préstamos Brutos	6.88	12.64	9.41	11.35
Préstamos Irregulares Netos de Provisiones /	(25.23)	(18.56)	(1.59)	0.63

Patrimonio Neto

Cargos por Incob. / Préstamos Brutos Prom.	7.24	6.42	8.64	10.61
Préstamos dados de baja en el período / Préstamos Brutos (Promedio)	3.56	1.12	7.04	5.29

*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 refinanciamientos.

A dic'15 el stock de financiaciones brutas alcanzó los \$2.903,5 millones, lo que representa un incremento del 133.5% respecto del año anterior como consecuencia del fuerte dinamismo en la originación en los últimos seis meses (fundamentalmente tarjeta de crédito). Su cartera de financiaciones se compone aproximadamente de un 68% de operaciones de tarjeta de crédito, un 18% de adelantos de dinero en efectivo y un 14% de primera operación. Todas las líneas se ofrecen a través de la tarjeta de crédito Tarjeta Shopping. Asimismo del stock de financiaciones aproximadamente el 60% fue generado a través de Tarjeta Shopping y el 40% restante a través de Tarjeta Shopping Visa.

La calidad de los activos en balance de TS se considera acorde al modelo de negocio que explota, orientado a personas de medios y bajos ingresos. La cartera con mora mayor a 90 días representaba el 5.03% de las financiaciones promedio, por debajo de los niveles observado en los últimos dos ejercicios, producto de los castigos de cartera, el crecimiento del stock de financiaciones, y baja morosidad de los consumos en tarjeta de créditos.

Los castigos de cartera netos anualizados, si bien aún son algo elevados (3.6% del total de financiaciones promedio), conservan una tendencia descendente respecto del inicio del ejercicio (mar'15 7.6%). Asimismo, los castigos de cartera son parte de la política de la compañía de vender parte de cartera irrecuperable (totalmente provisionada) y sacarla de balance.

A dic'15 las provisiones representaban un adecuado 6.9% del total de financiaciones promedios del ejercicio, lo cual representa una cobertura del 136.8% de la cartera con mora superior a 90 días, que minimiza la exposición del patrimonio a potenciales pérdidas por riesgo de crédito (25.2%).

Grafico #3: Riesgo de Tasa - Dic'2015

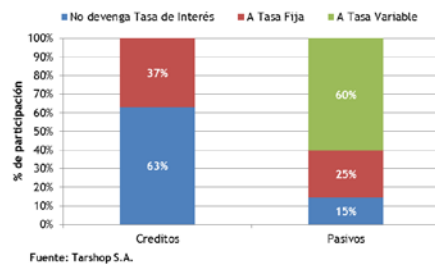
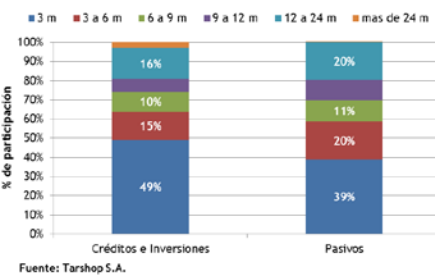


Grafico #4: Calce de Plazo - Dic'2015



TS presenta una acotada exposición a transacciones con entidades relacionadas. A dic'15 la exposición a empresas vinculadas representaba el 1.2% del activo (18.7% del patrimonio) y 1.6% de su pasivo (21.6%).

Riesgo de mercado

TS no presenta inversiones en el balance con motivo transaccional. Dentro del activo conservaba a dic'15 \$50,6 millones en depósitos a plazo fijo y \$4,9 millones en títulos públicos del Tesoro Nacional, para la administración de sus excesos temporales de liquidez.

TS enfrenta un alto riesgo de tasa de interés derivado de su fondeo en parte a tasa variable (aproximadamente 60% del fondeo) y financiaciones a tasa fija, ajustables mensualmente en función de los límites establecidos por el BCRA para la tasa de interés activa de las tarjetas de crédito. Este riesgo se encuentra mitigado por algunos factores como: i) la corta duración promedio de la cartera (el 50% de la cartera vencen dentro de 90 días) que le permite ajustar la tasa de interés activa a una mayor velocidad, ii) el razonable calce entre activos y pasivos (duración promedio de los activos 7 meses vs 7 meses de los pasivos), y iii) 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'15 la empresa conservaba una posición activa neta en moneda extranjera equivalente a \$ 404 miles (0.18% del patrimonio).

Fuentes de fondos y capital

Fondeo y liquidez

Al igual que otras entidades no bancarias, su fondeo se concentra en la colocación de deuda en el mercado de capitales, en la financiación bancaria y en la deuda con comercios adheridos, no obstante, el soporte que le provee el Grupo al que pertenece (aproximadamente el 44% de su deuda financiera y comercial), le brinda una buena flexibilidad financiera, que le ha permitido lograr un adecuado acceso al mercado de capitales y mix de fondeo.

El riesgo de liquidez es acotado producto del adecuado flujo de caja, la completa disposición de la línea de financiamiento que le provee su accionista y el buen calce de plazos entre los vencimientos del activo y pasivo. Los activos corrientes representan 1,06 veces los pasivos corrientes.

Gráfico #5: Estructura del Fondeo - Dic'15

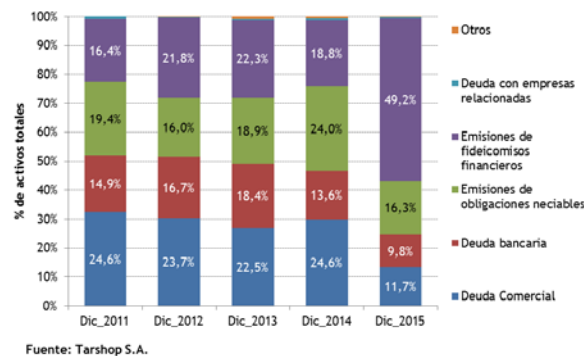


Grafico #6: Deuda Garantizada - Dic'2015



Capital

Baja Capitalización

(%)	2015	2014	2013	2012
Capital Tangible / Activos Tangibles	3.98	6.21	9.26	12.39
Patrimonio Neto / Activos	6.73	12.21	12.73	16.93
Resultado Neto - Dividendos pagados / Total del Patrimonio Neto	(31.49)	(58.84)	(4.01)	(2.92)

Fuente: Tarshop S.A.

La capitalización de TS es baja. A dic'15 el capital tangible representaba el 4% de los activos tangibles y el apalancamiento ascendía a 13 veces el patrimonio. No obstante, los accionistas han aprobado un programa de capitalización en tramos (22/10/2014 BH y 24/10/2014 IRSA). El primer tramo (\$110 mill.) se realizó el 15/12/14, el segundo el 25/09/15 por \$52.5 millones, y recientemente (20/11/15) los accionistas aprobaron el tercer tramo de aporte por otros \$52.5 millones, y se prevé que los accionistas aprueben aportes adicionales en el corto plazo. Los aportes han permitido que la Sociedad cuente con recursos suficientes para continuar con sus actividades y conservar mínimos indicadores de solvencia y absorber pérdidas.

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.

Anexo I

Tarshop S.A. Estado de Resultados

	31 dic 2015		31 dic 2014		31 dic 2013		31 dic 2012		31 dic 2011	
	Anual ARS miles Original	Como % de Activos Rentables	Anual ARS miles Original	Como % de Activos Rentables	Anual ARS miles Original	Como % de Activos Rentables	Anual ARS miles Original	Como % de Activos Rentables	Anual ARS miles Original	Como % de Activos Rentables
1. Intereses por Financiaciones	535.801,2	18,11	376.092,3	31,32	336.252,9	26,02	262.936,5	25,86	238.587,8	26,56
2. Otros Intereses Cobrados	79.989,2	2,70	70.518,2	5,87	46.074,0	3,57	45.991,4	4,52	37.952,4	4,23
3. Ingresos por Dividendos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
4. Ingresos Brutos por Intereses	615.790,4	20,81	446.610,5	37,19	382.326,8	29,59	308.927,9	30,38	276.540,2	30,79
5. Intereses por depósitos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
6. Otros Intereses Pagados	365.923,0	12,37	279.529,1	23,28	159.856,5	12,37	104.848,7	10,31	83.513,2	9,30
7. Total Intereses Pagados	365.923,0	12,37	279.529,1	23,28	159.856,5	12,37	104.848,7	10,31	83.513,2	9,30
8. Ingresos Netos por Intereses	249.867,5	8,44	167.081,4	13,91	222.470,3	17,22	204.079,2	20,07	193.027,0	21,49
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	602.935,6	20,38	314.576,5	26,19	272.975,8	21,12	229.229,6	22,54	209.613,7	23,34
14. Otros Ingresos Operacionales	4.654,1	0,16	4.817,3	0,40	9.469,5	0,73	3.225,7	0,32	3.045,4	0,34
15. Ingresos Operativos (excl. intereses)	607.589,7	20,53	319.393,8	26,59	282.445,4	21,86	232.455,3	22,86	212.659,1	23,68
16. Gastos de Personal	368.849,4	12,47	278.744,6	23,21	194.918,9	15,08	159.370,1	15,67	108.571,7	12,09
17. Otros Gastos Administrativos	410.555,3	13,87	274.537,6	22,86	210.725,2	16,31	175.269,0	17,24	160.466,7	17,87
18. Total Gastos de Administración	779.404,7	26,34	553.282,2	46,07	405.644,1	31,39	334.639,1	32,91	269.038,4	29,96
19. Resultado por participaciones - Operativos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
20. Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad	78.052,5	2,64	(66.807,0)	(5,56)	99.271,6	7,68	101.895,4	10,02	136.647,7	15,21
21. Cargos por Incobrabilidad	137.850,1	4,66	89.572,6	7,46	105.605,8	8,17	111.126,5	10,93	44.346,8	4,94
22. Cargos por Otras Provisiones	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
23. Resultado Operativo	(59.797,6)	(2,02)	(156.379,6)	(13,02)	(6.334,3)	(0,49)	(9.231,1)	(0,91)	92.300,9	10,28
24. Resultado por participaciones - No Operativos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
25. Ingresos No Recurrentes	6.606,0	0,22	4.234,6	0,35	1.968,5	0,15	1.246,3	0,12	2.180,6	0,24
26. Egresos No Recurrentes	1.578,3	0,05	2.319,7	0,19	1.632,0	0,13	3.035,5	0,30	2.378,1	0,26
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	(54.769,8)	(1,85)	(154.464,7)	(12,86)	(5.997,7)	(0,46)	(11.020,3)	(1,08)	92.103,4	10,25
30. Impuesto a las Ganancias	15.583,4	0,53	-43.401,7	-3,61	1.619,1	0,13	-5.256,3	-0,52	15.693,6	1,75
31. Ganancia/Pérdida de Operaciones discontinuadas	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
32. Resultado Neto	(70.353,2)	(2,38)	(111.063,0)	(9,25)	(7.616,8)	(0,59)	(5.764,0)	(0,57)	76.409,8	8,51
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	(70.353,2)	(2,38)	(111.063,0)	(9,25)	(7.616,8)	(0,59)	(5.764,0)	(0,57)	76.409,8	8,51
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	-70.353,2	-2,38	-111.063,0	-9,25	-7.616,8	-0,59	-5.764,0	-0,57	76.409,8	8,51
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 2015		31 dic 2014		31 dic 2013		31 dic 2012		31 dic 2011	
	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	3.008.857,9	90,69	1.269.898,4	82,17	1.367.468,7	91,67	1.108.166,0	95,00	966.617,3	92,51
4. Préstamos Comerciales	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
5. Otros Préstamos	104.108,9	3,14	63.324,9	4,10	47.633,4	3,19	34.753,4	2,98	19.973,3	1,91
6. Previsiones por riesgo de incobrabilidad	209.484,0	6,31	161.752,4	10,47	127.254,3	8,53	129.748,7	11,12	91.392,1	8,75
7. Préstamos Netos de Previsiones	2.903.482,8	87,52	1.171.470,9	75,80	1.287.847,7	86,34	1.013.170,7	86,85	895.198,5	85,67
8. Préstamos Brutos	3.112.966,8	93,83	1.333.223,3	86,26	1.415.102,0	94,87	1.142.919,4	97,98	986.590,6	94,42
9. Memo: Financiaciones en Situación Irregular	153.126,3	4,62	126.724,0	8,20	124.243,0	8,33	130.998,0	11,23	62.980,0	6,03
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	4.946,8	0,15	17.699,4	1,15	n.a.	-	n.a.	-	11,9	0,00
4. Derivados	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	1.129,3	0,11
4. Títulos Valores disponibles para la venta	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
5. Títulos registrados a costo más rendimiento	50.563,2	1,52	11.786,7	0,76	4.429,2	0,30	3.752,1	0,32	1.793,8	0,17
6. Inversiones en Sociedades	12,5	0,00	12,5	0,00	12,5	0,00	n.a.	-	n.a.	-
7. Otras Inversiones	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
8. Total de Títulos Valores	55.522,5	1,67	29.498,7	1,91	4.441,7	0,30	3.752,1	0,32	2.935,0	0,28
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	2.959.005,3	89,19	1.200.969,6	77,71	1.292.289,3	86,63	1.016.922,8	87,18	898.133,5	85,96
C. Activos No Rentables										
1. Disponibilidades	121.743,7	3,67	99.544,3	6,44	60.818,4	4,08	39.205,3	3,36	48.751,6	4,67
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	24.394,7	0,74	19.118,2	1,24	14.649,2	0,98	7.621,1	0,65	6.827,5	0,65
5. Llave de Negocio	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
6. Otros Activos Intangibles	8.960,3	0,27	5.174,5	0,33	7.391,3	0,50	10.474,0	0,90	14.026,5	1,34
7. Créditos Impositivos Corrientes	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
8. Impuestos Diferidos	86.251,6	2,60	93.728,2	6,06	49.566,4	3,32	49.946,0	4,28	43.688,1	4,18
9. Operaciones Discontinuas	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
10. Otros Activos	117.280,6	3,54	127.003,4	8,22	66.951,9	4,49	42.345,5	3,63	33.451,5	3,20
11. Total de Activos	3.317.636,2	100,00	1.545.538,2	100,00	1.491.666,5	100,00	1.166.514,7	100,00	1.044.878,7	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	324.218,6	9,77	209.927,9	13,58	232.796,8	15,61	194.549,4	16,68	141.721,0	13,56
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	1.981.846,8	59,74	985.520,1	63,77	832.183,1	55,79	667.206,2	57,20	597.883,3	57,22
8. Total de Depósitos, Préstamos a Entidades Financieras y Fondos	2.306.065,4	69,51	1.195.448,0	77,35	1.064.979,9	71,40	861.755,6	73,87	739.604,3	70,78
9. Pasivos Financieros de Largo Plazo	600.937,0	18,11	85.478,0	5,53	130.311,5	8,74	54.941,2	4,71	40.732,4	3,90
10. Deuda Subordinada	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
11. Otras Fuentes de Fondo	n.a.	-	2.747,0	0,18	48.496,5	3,25	722,6	0,06	14.456,8	1,38
12. Total de Fondos de Largo plazo	600.937,0	18,11	88.225,1	5,71	178.808,0	11,99	55.663,8	4,77	55.189,2	5,28
12. Derivados	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	220,0	0,02	453,8	0,04
14. Otros Pasivos por Intermediación Financiera	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
15. Total de Pasivos Onerosos	2.907.002,4	87,62	1.283.673,0	83,06	1.243.787,9	83,38	917.639,4	78,67	795.247,3	76,11
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	40.094,4	1,21	28.977,9	1,87	23.506,0	1,58	19.196,3	1,65	14.052,0	1,34
4. Pasivos Impositivos corrientes	63.332,2	1,91	29.954,4	1,94	25.150,7	1,69	20.478,8	1,76	20.487,6	1,96
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	83.797,0	2,53	14.169,5	0,92	9.395,6	0,63	11.757,0	1,01	11.518,9	1,10
10. Total de Pasivos	3.094.226,1	93,27	1.356.774,8	87,79	1.301.840,1	87,27	969.071,5	83,07	841.305,8	80,52
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	223.410,2	6,73	188.763,4	12,21	189.826,4	12,73	197.443,2	16,93	203.572,9	19,48
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	223.410,2	6,73	188.763,4	12,21	189.826,4	12,73	197.443,2	16,93	203.572,9	19,48
7. Total de Pasivos y Patrimonio Neto	3.317.636,2	100,00	1.545.538,2	100,00	1.491.666,5	100,00	1.166.514,7	100,00	1.044.878,7	100,00
8. Memo: Capital Ajustado	128.198,2	3,86	89.860,8	5,81	132.868,7	8,91	137.023,2	11,75	145.858,2	13,96
9. Memo: Capital Elegible	128.198,2	3,86	89.860,8	5,81	132.868,7	8,91	137.023,2	11,75	145.858,2	13,96

Tarshop S.A. Ratios

	31 dic 2015	31 dic 2014	31 dic 2013	31 dic 2012	31 dic 2011
	Anual	Anual	Anual	Anual	Anual
A. Ratios de Rentabilidad - Intereses					
1. Intereses por Financiaciones / Préstamos brutos (Promedio)	28,16	26,97	27,53	25,10	n.a.
2. Intereses Pagados por Depósitos / Depósitos (Promedio)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3. Ingresos por Intereses / Activos Rentables (Promedio)	34,83	35,26	34,31	32,72	n.a.
4. Intereses Pagados / Pasivos Onerosos (Promedio)	20,67	21,24	15,51	12,32	n.a.
5. Ingresos Netos Por Intereses / Activos Rentables (Promedio)	14,13	13,19	19,96	21,62	n.a.
6. Ingresos Netos por Intereses menos Cargos por Incobrabilidad / Activos Rentables (Promedio)	6,34	6,12	10,49	9,85	n.a.
7. Ingresos netos por Intereses menos Dividendos de Acciones Preferidas / Activos Rentables (Promedio)	14,13	13,19	19,96	21,62	n.a.
B. Otros Ratios de Rentabilidad Operativa					
1. Ingresos no financieros / Total de Ingresos	70,86	65,65	55,94	53,25	52,42
2. Gastos de Administración / Total de Ingresos	90,90	113,73	80,34	76,66	66,32
3. Gastos de Administración / Activos (Promedio)	37,03	36,12	31,63	30,64	n.a.
4. Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad / Patrimonio Neto (Promedio)	38,82	(44,24)	49,82	52,01	n.a.
5. Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad / Activos (Promedio)	3,71	(4,36)	7,74	9,33	n.a.
6. Cargos por Incobrabilidad / Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad	176,61	(134,08)	106,38	109,06	32,45
7. Resultado Operativo / Patrimonio Neto (Promedio)	(29,74)	(103,55)	(3,18)	(4,71)	n.a.
8. Resultado Operativo / Activos (Promedio)	(2,84)	(10,21)	(0,49)	(0,85)	n.a.
9. Impuesto a las Ganancias / Resultado Antes de Impuestos	(28,45)	28,10	(27,00)	47,70	17,04
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)	(34,99)	(73,54)	(3,82)	(2,94)	n.a.
2. Resultado Neto / Activos (Promedio)	(3,34)	(7,25)	(0,59)	(0,53)	n.a.
3. Resultado Neto Ajustado / Patrimonio Neto (Promedio)	(34,99)	(73,54)	(3,82)	(2,94)	n.a.
4. Resultado Neto Ajustado / Total de Activos Promedio	(3,34)	(7,25)	(0,59)	(0,53)	n.a.
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	3,98	6,21	9,26	12,39	14,78
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	6,73	12,21	12,73	16,93	19,48
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	(31,49)	(58,84)	(4,01)	(2,92)	37,53
E. Ratios de Calidad de Activos					
1. Crecimiento del Total de Activos	114,66	3,61	27,87	11,64	n.a.
2. Crecimiento de los Préstamos Brutos	133,49	(5,79)	23,81	15,85	n.a.
3. Préstamos Irregulares / Total de Financiaciones	5,03	9,90	7,84	11,46	6,38
4. Previsiones / Total de Financiaciones	6,88	12,64	9,41	11,35	9,26
5. Previsiones / Préstamos Irregulares	136,80	127,64	102,42	99,05	145,11
6. Préstamos Irregulares Netos de Previsiones / Patrimonio Neto	(25,23)	(18,56)	(1,59)	0,63	(13,96)
7. Cargos por Incobrabilidad / Total de Financiaciones (Promedio)	7,24	6,42	8,64	10,61	n.a.
8. Préstamos dados de baja en el periodo / Préstamos Brutos (Promedio)	3,56	1,12	7,04	5,29	n.a.
9. Préstamos Irregulares + Bienes Diversos / Préstamos Brutos + Bienes Diversos	5,03	9,90	9,19	11,46	6,38
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.	(0,00)	(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 20 de abril de 2016, **confirmó*** la siguiente calificación de Tarshop S.A.:

-Obligaciones Negociables Clase XXVII por \$20 millones (ampliable hasta \$300 millones): **AA-(arg)**, Perspectiva **Negativa**.

Se confirma la calificación de la ON Clase XXVII, luego que el emisor decidiera cambiar las condiciones de emisión respecto de la tasa de interés que devengará el título a emitir para los dos primeros trimestres. Si bien los títulos devengarán una tasa de interés variable como lo establecía originalmente, las nuevas condiciones disponen que para los dos primeros períodos de devengamiento de intereses (primeros dos trimestres), la tasa de interés no podrá ser inferior a 37% nominal anual.

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. -calificada 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, ambas entidades forman parte de un mismo grupo económico. 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 31.12.2015, 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 31.12.2015), disponibles en www.cnv.gob.ar.
- Estados contables trimestrales auditados (último 30.09.2015), disponibles en www.cnv.gob.ar.
- Balance General Auditado, disponible en www.cnv.gob.ar.

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

- Suplemento de Precios Preliminar de Obligaciones Negociables de Clase XXVII provisto por el emisor el 12/04/2016 y el 18/04/2016.

Anexo III

Descripción de las emisiones

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

El monto de emisión de las Obligaciones Negociables será por hasta un valor nominal de \$20 millones y podrá ser ampliado hasta el monto total máximo de \$300 millones, y este no puede excederse en ningún momento.

La Clase XXVII tendrá vencimiento a los 18 meses desde la fecha de emisión, y devengará un interés nominal anual a una tasa variable, que será la suma de la tasa de referencia de la Clase XXVII (Badlar Privada), más un margen de corte a licitar, estableciéndose que para los dos primeros períodos de devengamiento de intereses, la tasa de interés no podrá 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.

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 calificadora-, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

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

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

La reproducción o distribución total o parcial de este informe 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 factual 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 factual 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 se proporciona tal como ha sido recibida del emisor, 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. 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.