

Entidades Financieras
Argentina
Informe Anual

Tarshop S.A.

Calificación

Tarshop S.A.
ON Serie I por \$40 mill. A+(arg)

Perspectiva

Tarshop S.A. Estable

Información Financiera

\$ millones	31 12 10	30 06 10
Activos	625.8	424.3
Patrimonio Neto	168.0	127.3
Resultado Neto	40.6	27.1
ROA (%)	15.7	7.30
ROE (%)	54.1	24.2
PN/Activos (%)	26.9	30.0

Analistas

Dario Logiodice
(5411) 5235-8100
dario.logiodice@fitchratings.com

Ana Gavuzzo
(5411) 5235-8100
ana.gavuzzo@fitchratings.com

Criterio Aplicado

- Global Financial Institutions Rating Criteria, 16 Ago. 2010
- Manual de Calificación registrado ante la Comisión Nacional de Valores.

Ana Gavuzzo
Fitch Argentina SA

Evaluación

- La calificación de Tarshop S.A. (TS) se fundamenta en el soporte que le brinda su accionista mayoritario, Banco Hipotecario S.A. (BH: AA-(arg)). Se consideró positivamente el vínculo estratégico y la complementariedad de negocios entre TS y BH. Por su parte, también se tuvo en cuenta la fuerte dependencia de su negocio respecto a un contexto económico con cierta incertidumbre.
- Al cierre del ejercicio irregular de seis meses (dic'10) TS registró satisfactorios indicadores de rentabilidad ROA: 15.7% y ROE: 54.1%, sobre la base del consistente desempeño operativo. Fitch estima que en el corto plazo TS continuará consolidando el actual esquema de rentabilidad fundamentado en una conservadora asignación de créditos, control de gastos y la diversificación del fondeo, lo que le ha permitido lograr una menor volatilidad de sus resultados. En el largo plazo, los factores de riesgo provendrían del impacto que podría tener un fuerte deterioro del contexto económico sobre la irregularidad de la cartera. No obstante, Fitch evalúa que TS estaría en condiciones de afrontar dicho escenario teniendo en cuenta su menor apetito por el riesgo y las mejoras que alcanzó en la gestión del negocio y en el gobierno corporativo.
- La irregularidad de la cartera total muestra una marcada tendencia descendente (7.4% a dic'10 vs 13.9% a jun'10) que evidencia la optimización de la política de administración del riesgo de crédito de la entidad. La cobertura con provisiones es holgada y cubre en exceso la cartera con mora superior a 90 días (161%), resguardando así el patrimonio de las posibles pérdidas por incobrabilidad.
- Con el cambio en el perfil de gestión de su negocio, TS enfocó parte de su estrategia a diversificar la estructura de fondeo tendiente a lograr una optimización en el *mix* de sus fuentes de financiamiento, y lo hizo reduciendo las securitizaciones de cartera y ampliando el fondeo a través de financiamiento bancario y emisiones de deuda. Sus obligaciones se componen mayormente en un 41.5% de cuentas a pagar (comercios/cheques diferidos), un 17.5% de préstamos bancarios, un 22% de la emisión de valores de deuda de corto plazo y un 9.3% de deuda con entidades relacionadas.
- El riesgo de liquidez está acotado basado en un adecuado flujo de caja y en la existencia de capacidad remanente de líneas bancarias disponibles, además de disponer de un mayor volumen de activos en balance, pasibles de ser securitizados. Los activos corrientes representan 1.13 veces los pasivos corrientes.
- La capitalización y el apalancamiento financiero de TS son adecuados. PN/activos - incluyendo la cartera fideicomitida- es de 22.2% frente al 11.3% del SFA. Se considera como factor favorable la disposición del accionista para mantener estos registros y el cambio en el desempeño de la entidad, que en 2010 le ha permitido aumentar la generación interna de capital.

Soporte/Legal

Fitch considera que TS cuenta con el apoyo del Banco Hipotecario, su principal accionista, y del grupo económico que este conforma, que quedó demostrado en la gestión '08-'09 con la oportuna inyección de capital y el decisivo cambio en la gestión de la entidad.

Perspectiva

La calificación de TS tiene perspectiva estable. Un cambio en la calificación de su principal accionista (BH), podría generar presiones en igual sentido sobre las calificaciones de TS.

Antecedentes

TS, creada en 1995, brinda financiamiento de consumo a sectores medios y bajos con una base de 347 mil cuentas activas, 28 sucursales y 48 mil comercios adheridos. La entidad es propiedad del Banco Hipotecario S.A. (80%) y Alto Palermo S.A. (20%).

Perfil

TS es una entidad financiera no bancaria cuyo capital accionario es un 80% propiedad de Banco Hipotecario S.A. -BH está calificada por Fitch en AA-(arg) en la escala nacional- y el 20% restante es de Alto Palermo S.A. (APSA) -con calificación nacional de AA-(arg). Si bien el acuerdo de venta por el 80% de las acciones de la entidad al BH fue comunicado el 29 de diciembre de 2009, el 30 de agosto de 2010 fue aprobado por el BCRA y con ello finalizó el proceso de venta de la entidad, que convirtió al BH en el nuevo accionista mayoritario.

La evolución histórica del negocio se resume en cuatro etapas: 1) creación: su propósito fue el de comercializar la tarjeta de compra y crédito "Tarjeta Shopping" entre los clientes del Alto Avellaneda Shopping Mall, 2) año 1998: ingreso de APSA que adquiere el 80% del paquete accionario y se extiende la operación a los *shoppings* del grupo, 3) etapa post-crisis '01/'02: significativa expansión de sus negocios -apertura de sucursales en la vía pública y en el interior del país, creación de nuevos productos y comienzo del fondeo a través de securitizaciones-, 4) sep'08: debido al crítico contexto internacional y local que afectó su vía de financiamiento principal, se produjo un cambio de *management* junto con un importante aporte de capital del accionista mayoritario (en ese momento APSA), y 5) cambio de la composición accionaria: Banco Hipotecario S.A. se convierte en accionista mayoritario.

- Los accionistas de TS son, con el 80% de participación el Banco Hipotecario S.A. y el 20% de participación de APSA.
- La estrategia de TS se basa en generar opciones de financiamiento de consumo para los sectores no bancarizados.
- TS se ubica dentro del rango de las diez entidades líderes del mercado de tarjetas activas no bancarias.
- Extendida red comercial con 28 sucursales, 48 mil comercios. Fuerte presencia en la ciudad de Bs. As. v GBA.

En 2010 (21/05/2010), TS procedió a vender, ceder y transferir a APSA la totalidad de su tenencia accionaria en el capital de Metroshop S.A. por \$1,8 mill. (contabilizado en la línea 24 del Estado de Resultado del anexo a jun'10). Posteriormente, el 13/01/2011 TS llegó a un acuerdo con Metroshop para adquirir las cuentas, las sucursales (cinco en total, tres en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, y las dos restantes en las provincias de Corrientes y Chaco) y la cartera de tarjetas de crédito al 31 de diciembre de 2010 con mora menor o igual a 60 días (cartera que ya era administrada por TS). Esto le permite aumentar su cartera de activos y clientes y mejorar su cobertura y diversificación geográfica.

TS cuenta con una dotación de 802 personas de acuerdo a la información de ene'11 (había alcanzado un máximo de 1.350 personas en jun'08), y con una red de 28 sucursales que se distribuyen en los centros comerciales de APSA (Alto Avellaneda Shopping Mall, Alto Palermo, Abasto y Paseo Alcorta), la Ciudad Autónoma de Buenos Aires (cuatro sucursales), en el GBA (11 sucursales) y en el interior del país (nueve sucursales distribuidas en Jujuy, Tucumán, Córdoba, Corrientes, Chaco y Salta). También, la entidad cuenta con una amplia base de más de 48 mil comercios adheridos que incluyen tanto a las principales cadenas de supermercados y *retail* como a pequeños comercios de todos los rubros.

Los productos comercializados son: a) Tarjeta Shopping: emisión, procesamiento y administración de esta tarjeta de compra y crédito -plazo promedio de financiamiento es de 4/5 meses-; b) Adelantos de Dinero en Efectivo: en efectivo sin destino determinado -plazo promedio: 12/15 meses-; y c) Créditos Tarshop: modalidad destinada a financiación directa de consumos en comercios adheridos a clientes existentes y a nuevos clientes -plazo promedio 18/19 meses-.

TS se ubica dentro del rango de las diez entidades líderes del mercado de tarjetas activas no bancarias. Al 31 de diciembre de 2010, TS contaba con 915 mil clientes, de los cuales 347 mil son clientes activos, con una deuda promedio de \$2.011 por cuenta. El segmento en el que TS opera se caracteriza por ser altamente competitivo. No obstante, debido a que la operación se realiza en el mercado abierto de sectores medios y bajos es elevado el riesgo de selección y con ello la irregularidad. En el caso de Tarshop, Fitch considera que posee un adecuado posicionamiento en función de su estructura comercial y de la equilibrada posición actual entre crecimiento y riesgo asumidos.

Estrategia

La estrategia de TS se basa en generar opciones de financiamiento de consumo para los sectores socioeconómico medios y bajos con baja bancarización. Con posterioridad al cambio de *management* (sep'08), la estrategia de la entidad se focalizó en la implementación de una fuerte contracción de su estructura operativa y de gastos y en la disminución de su fuerte dinámica de expansión que se manifestó en el ajuste de los parámetros de selección y la reducción de los volúmenes promedio de financiaciones y de generación de cuentas nuevas. Los cambios introducidos y la consistencia para cumplir con los objetivos planificados han sido altamente positivos para el modelo de negocio de la entidad, y le han permitido lograr un balance más rentable y configurar un modelo de negocios con mejor proyección en el mediano y largo plazo. Luego de mejorar su política de originación de créditos, en 2010 la entidad ha orientado su estrategia a lograr una mayor diversificación de su fondeo, reduciendo sustancialmente la utilización de la herramienta del fideicomiso, y una creciente mejora en el desempeño del área de cobranza. Estos dos últimos aspectos le han permitido a TS retomar un fuerte crecimiento en su cartera de financiaciones al consumo, manteniendo una adecuada calidad de activos e indicadores de desempeño.

Por otro lado, Fitch pondera favorablemente las sinergias financieras y de control por parte de su accionista mayoritario, Banco Hipotecario S.A.

Los probables factores de riesgo en la estrategia de TS provienen de un fuerte deterioro del ambiente operativo que implique una presión sobre la capacidad de pago de sectores medios y bajos con su consiguiente efecto sobre la irregularidad.

Gobierno corporativo

TS posee una estructura organizacional tradicional. La toma de decisiones se efectúa por su directorio de seis integrantes: cinco titulares y un suplente, y existe a su vez una comisión fiscalizadora de los actos administrativos y de la evolución de los negocios. Las operaciones de la compañía se implementan por medio de siete gerencias que reportan al Gerente General. Con periodicidad semanal se reúnen los comités: Ejecutivo, Riesgos, Gastos y Comercial. Fitch evalúa positivamente las capacidades de la administración de TS y la complementariedad tanto administrativa como comercial con su accionista mayoritario (BH).

Fitch considera que los cambios de Management y de gestión introducidos desde fines de '08 han redundado en un fortalecimiento del gobierno corporativo de la compañía, redujo su apetito por el riesgo y logró un mayor control de los riesgos a los que se encuentra sujeta la entidad.

Estados de cuentas

La Asamblea General Extraordinaria de Accionista celebrada el 11 de noviembre de 2010 aprobó el cambio de cierre de ejercicio social del 30 de junio al 31 de diciembre de cada año, es por ello que el presente informe anual se basa en el análisis del período irregular de seis meses que va del 1° de julio de 2010 al 31 de diciembre de 2010.

Los estados de cuenta fueron confeccionados conforme a las normas contables emitidas por la Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas, aprobados con ciertas modificaciones por el Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad de Buenos Aires y de acuerdo con las resoluciones emitidas por la Comisión Nacional de Valores.

Nuestro análisis de la situación de la entidad se basa en los estados contables auditados al 31.12.10, a cargo de Price Waterhouse & Co. S.R.L. y Abelovich, Polano & Asociados S.R.L., que manifiestan que aquellos reflejan razonablemente, en todos sus aspectos significativos, la situación patrimonial, el resultado de las operaciones, la variación patrimonial de la entidad y el flujo de efectivo en el ejercicio irregular de seis meses, de acuerdo con las normas contables profesionales vigentes en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

- Fitch considera que los cambios de Management y de gestión introducidos desde fines de '08 han redundado en un fortalecimiento del gobierno corporativo de la compañía, reduciendo su apetito por el riesgo y logrando un mayor control de los riesgos a los que se encuentra sujeta la entidad.
- El presente informe anual se basa en el análisis del período irregular de seis meses que van del 1° de julio de 2010 al 31 de diciembre de 2010.

Evolución reciente

Entorno operativo. A partir del retroceso en el crecimiento sufrido en 2009, luego de cinco años de expansión a tasas promedio superiores al 8%, en 2010 se observó nuevamente un repunte de la economía, impulsada principalmente por el consumo de las familias. Asimismo, según cifras oficiales se registró a lo largo del año un incremento de la inversión. En este contexto, el sistema financiero continuó expandiendo su volumen de negocios impulsado por una significativa recuperación de las financiaciones al consumo de las familias motivadas por mejoras en las expectativas. La irregularidad de las carteras de crédito continuó mejorando y se conserva una elevada cobertura de provisiones. A su vez, la expansión patrimonial de las entidades se debe mayormente a la capitalización de resultados, y los niveles de solvencia permanecen en un adecuado nivel dada la volatilidad del entorno. Asimismo, si bien se observa una mejora en la rentabilidad nominal de los balances, el aumento de la utilidad neta es inferior a la tasa de inflación según estimaciones privadas. Los dos componentes centrales de los resultados contables son: a) el importante aporte de los resultados por títulos valores que las entidades poseen en sus activos (mayormente compuestos por letras y notas del BCRA) y b) una mejora del margen por intereses derivado de un mayor *spread* bancario relacionado a la inflación y por un descenso del costo de fondeo debido al aumento de la proporción de depósitos a la vista. Finalmente, el nivel de liquidez permanece elevado y las entidades mantienen su posición de preferencia por liquidez aunque con una tendencia levemente decreciente en función de la expansión de los créditos.

Fitch estima un crecimiento del producto más moderado en 2011 debido a que continúa existiendo una condición de incertidumbre derivada de la inestabilidad política (factor que estuvo detrás de crisis anteriores) y de la creciente presión del factor inflación (nivel esperado de 25/30%), derivado de una demanda agregada expansiva por efecto de la tendencia del gasto fiscal, el estímulo al consumo y una inversión privada relativamente baja. Favorablemente, se estima que un importante flujo de divisas ingresaría al país debido a las buenas condiciones de la cosecha de soja que contribuiría a sostener el consumo y también como consecuencia del valor de la moneda local (no obstante existen expectativas devaluatorias).

- Se espera un crecimiento del producto más moderado durante 2011.
- Fitch no espera mayores modificaciones en las tendencias del sistema financiero durante 2011.
- CMF registra indicadores de rentabilidad adecuados, fundamentados en un buen desempeño operativo.

Con relación al sistema financiero, Fitch no espera mayores modificaciones en 2011 respecto a lo observado en 2010, con lo cual la creciente tendencia en el volumen de actividad se conservaría en línea al registro del último trimestre '10. Con ello, el margen por intereses se beneficiará (aunque en términos reales permanece condicionado por la inflación) y podría existir cierta volatilidad en los resultados derivados de los títulos valores en función del cambiante contexto político argentino. Positivamente: a) la calidad de las carteras está bajo control beneficiada por las conservadoras políticas de otorgamiento y el adecuado nivel de cobertura, y b) el confortable nivel de capitalización y liquidez no permiten esperar que existan necesidades de aumentos de capital a nivel sistémico. Mientras que, los mayores desafíos de la banca argentina pasan por: i) alargar el perfil de vencimientos de los pasivos, que podría estimularse con una mayor captación de fondos de los mercados internacionales (cerrados por la negociación de la deuda pendiente), ii) aumentar la penetración del crédito en la actividad económica, especialmente el relacionado a la inversión para la producción, y iii) mantener los gastos de administración bajo control en un contexto de inflación creciente.

Desempeño

A lo largo de los últimos tres ejercicios, la compañía ha logrado una clara reversión de sus resultados, y ha alcanzado una tendencia favorable en sus indicadores de desempeño sobre la base de una estrategia focalizada en la minimización de los riesgos asumidos por la entidad, lo que le ha permitido implementar un esquema de rentabilidad menos volátil y con mayor viabilidad a largo plazo.

Al cierre del ejercicio irregular de seis meses (dic'10) TS registró un resultado antes de impuestos de \$40,6 millones (2.9 veces el resultado de dic'09), superior al

registro observado para el cierre del ejercicio de doce meses anterior (jun'10 \$37,6 mill.). De este modo consolidó la tendencia positiva en sus resultados, con satisfactorios indicadores de rentabilidad ROA: 15.7% y ROE: 54.1%. La creciente evolución del desempeño se fundamenta en el flujo recurrente de los ingresos netos por servicios, la mejora del ingreso neto por intereses (aumento del *spread* de tasas y fuerte crecimiento de las financiaciones), el incremento de resultados de fideicomisos financieros que refleja la mejora del desempeño de la cartera crediticia, el adecuado control de los costos de la operatoria, el importante volumen de créditos recuperados en los últimos seis meses del año y la menor presión de los cargos por incobrabilidad sobre el esquema de resultados como consecuencia de la madurez de la cartera bajo políticas de originación más conservadoras.

Fitch estima que en el corto plazo TS continuará consolidando el actual esquema de rentabilidad fundado en una más conservadora asignación de créditos, un mayor control de gastos y la diversificación del fondeo. En el largo plazo, los factores de riesgo provendrían del impacto que podría tener un fuerte deterioro del contexto económico sobre la regularidad en la cobranza a los sectores socioeconómicos que financia TS, con su consiguiente efecto sobre la irregularidad de la cartera. No obstante, Fitch evalúa que TS estaría en condiciones de afrontar dicho escenario teniendo en cuenta su menor apetito por el riesgo y las mejoras alcanzadas en la gestión de riesgos y su gobierno corporativo.

- TS consolidó la tendencia positiva en sus resultados, con satisfactorios indicadores de rentabilidad ROA: 15.7% y ROE: 54.1%, en base a un consistente desempeño operativo.
- Fitch estima que en el corto plazo TS continuará consolidando el actual esquema de rentabilidad fundado en una más conservadora asignación de créditos, control de gastos y la diversificación del fondeo. En el largo plazo, los factores de riesgo provendrían del impacto que podría tener un fuerte deterioro del contexto económico sobre la regularidad en la cobranza.
- Buena diversificación de sus fuentes de ingresos.
- Adecuada política de control de costos, le han permitido mejorar sus indicadores de eficiencia.

Ingresos operativos. TS registra una buena diversificación en sus fuentes de ingresos. El ingreso neto por servicios -comisiones por financiaciones y por aranceles a comercios- se destaca por su participación en la estructura de sus flujos de ingresos (58.5% del total de ingresos), la elevada cobertura de parte de los costos operativos (82.6%) y por su carácter recurrente. El restante 41.5% de los ingresos viene dado por los resultados por FF y por cesión de cartera (25.6%) incluidos dentro de la cuenta otros ingresos operacionales del estado de resultado (ver anexos), y por el margen por intereses (15.2%).

Los ingresos netos por intereses registraron un flujo creciente por efecto del creciente volumen de financiaciones en balance y la reducción en el costo del fondeo de la entidad, que se dio como consecuencia de una mayor capitalización en el estado de situación patrimonial y de la reducción de la tasa pasiva a la que se financia (aclaración: en la línea intereses pagados del anexo se incluyen las comisiones pagadas a medios de pago). Lo mencionado se vio reflejado en la dinámica creciente del diferencial de tasas (ingresos netos por intereses/activos rentables 12.1% a dic'10 vs. 9.7% a dic'09).

Cabe mencionar el importante volumen de recupero de créditos durante el último semestre del año (\$13.8 mill. contabilizados como ingresos no recurrentes), como resultado de la mejora en la gestión de cobranza y en el comportamiento de los deudores.

Gastos no financieros. TS mantiene una estricta política de control de gastos de estructura, que le ha permitido mejorar paulatinamente sus indicadores de eficiencia a lo largo de los últimos dos ejercicios. A dic'10, el total de gastos estructurales registró un incremento del 24.4% respecto del año anterior, que responde en su mayor parte a la actualización de costos, acorde con la dinámica inflacionaria, pero además tiene que ver con que hubo incorporaciones a su dotación de personal. Sin embargo, el creciente flujo de ingresos redundó en una tendencia favorable de los indicadores de eficiencia (gastos / ingresos 70.7% a dic'10 vs 79.5% a dic'09). Hacia adelante, se mantiene el desafío de mantener la tendencia observada en los índices de eficiencia, teniendo en cuenta que la existencia de un entorno de persistente suba generalizada de precios y la incorporación de las nuevas sucursales, podrían ejercer presión sobre los resultados.

Cargos por incobrabilidad. TS utiliza como metodología de clasificación de deudores y pautas de provisionamiento más estrictas que las establecidas por el BCRA. A dic'10, los cargos por incobrabilidad (anualizados) representaron el 7.2% de los activos rentables y el 37.6% de los resultados operativos, ambos inferiores a los niveles observados al cierre de jun'10, producto de la madurez de la cartera originada bajo criterios más conservadores. Sin embargo, debido al riesgo de selección existente en este modelo de negocios, continuará siendo un relevante factor de riesgo a seguir monitoreando.

Riesgos

El principal riesgo de la compañía es el de crédito. El cambio en la gestión del negocio hacia un modelo más rentable que minimiza los factores de riesgo, implicó que la entidad redujera sustancialmente su apetito por el riesgo a través de la disminución del volumen promedio de colocaciones, que modificara sus políticas de cobranzas y re-alocara sus activos (mayores créditos en balance), factores que han impactado positivamente en la calidad de activos de la entidad.

En cuanto al riesgo de mercado, el principal factor de riesgo está dado por el descalce entre tasas fijas y variables, pues históricamente la compañía ha mantenido en balance posiciones marginales de títulos con cotización, y ha registrado una mayor tenencia de certificados de participación en fideicomisos propios, cuyo riesgo último está dado por la incobrabilidad de los créditos propios. Por otro lado, el riesgo por descalce de moneda está minimizado por la cobertura de un contrato de derivados en moneda extranjera con el BH.

Riesgo crediticio. La entidad posee una Gerencia de Riesgos con una dotación de 124 personas (15% del total de la compañía) estructurada en cuatro componentes: i) créditos, ii) cobranzas (proceso de recupero incluye gestión interna y gestión tercerizada), iii) análisis y control de riesgos (análisis estadístico de bases de datos, inteligencia de mercado, políticas de mitigación, soporte analítico a campañas comerciales) y iv) fraudes (prevención). La entidad posee una clara política de créditos, con pautas de otorgamiento de financiamientos bien establecidas.

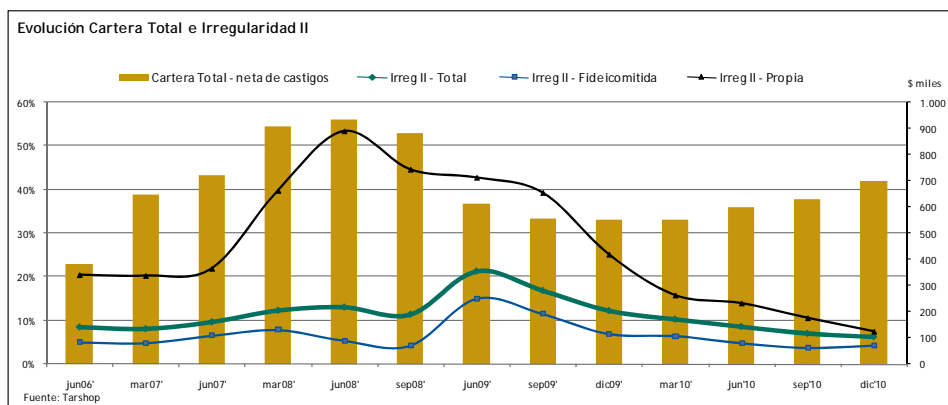
El riesgo crediticio de cada solicitante se evalúa en dos etapas: 1) preaprobación en las sucursales: revisión de antecedentes de su propia base y de bases externas (VERAZ), y 2) aprobación: en la casa central se realiza un análisis formal de la documentación recopilada y un análisis predictivo por medio de su modelo de *scoring* (interno, paquetes informáticos). Si bien la entidad mantiene el perfil sociodemográfico objetivo, su actual política de originación aumentó la selectividad y busca fidelizar su cartera con buen comportamiento de pago.

A dic'10, conserva en balance financiamientos al consumo por \$412,5 mill. que se componen aproximadamente de un 46% de TC (4 meses de vida promedio), un 28% de adelantos de dinero en efectivo y un 26% de financiación directa en comercios (vida promedio de estos dos últimos aprox. 8 meses). Las financiamientos mantienen la tendencia de crecimiento registrada a fines del ejercicio anterior (jun'10), observándose una suba del 78.9% en el stock de financiamientos en balance con respecto a dic'09. De contabilizarse la totalidad de las financiamientos (dentro de balance y fideicomitida) neta de los castigos (\$703,8 mill.), el incremento fue del 26.3% respecto del año anterior.

La irregularidad de la cartera en balance (atomizada y con madurez promedio de seis meses aproximadamente) muestra una marcada tendencia descendente (7.4% a dic'10 vs 13.9% a jun'10 y 25.1% a dic'09). La cobertura con provisiones es holgada y cubre en exceso la cartera con morosidad superior a 90 días (161%), y de esta manera resguarda el patrimonio de las posibles pérdidas por incobrabilidad. La calidad de las originaciones de la cartera total (fideicomitida + en balance) presenta a dic'10 un registro de 6.3% de cartera con mora mayor a 90 días, el nivel más bajo en los últimos cuatro años, que evidencia la mejora en la administración en el riesgo de crédito de la entidad. Las diferencias en los niveles de irregularidad entre la cartera en balance y la fideicomitida se adjudican a la selección de

- El principal riesgo de la compañía es el de crédito. El cambio en la gestión del negocio hacia un modelo más rentable que minimiza los factores de riesgo, implicó que la entidad redujera sustancialmente su apetito por el riesgo.
- La cartera está atomizada por deudor.
- La irregularidad de la cartera en balance muestra una marcada tendencia descendente (7.4% a dic'10 vs 13.9% a jun'10). La cobertura con provisiones es holgada y cubre en exceso la cartera con morosidad superior a 90 días (161%), resguardando el patrimonio de posibles pérdidas por incobrabilidad.

créditos con mayor calidad que son destinados a la securitización; sin embargo, esta brecha se ha ido reduciendo en forma acelerada a lo largo del último ejercicio. La proporción de cartera morosa se encuentra acorde con la media de entidades comparables (6.1%). Fitch estima que en el mediano plazo, TS continuará registrando índices de irregularidad similares a los observados para entidades con modelo de negocio comparable, considerando que existe un margen para descensos de la mora actual en el corto plazo, aunque dichas mejoras serían marginales.



Riesgo de mercado. Entre las inversiones se registran \$133.3 mill. en tenencias de de certificados de participación (CP) en fideicomisos financieros propios (ambos, sin deducir las provisiones por desvalorización).

La posición en CP representa un 33.6% del PN; si bien es aún elevada muestra una tendencia descendente y se espera se reduzca a cero en el corto plazo, pues la entidad ha cambiado la estructura de la emisión de los nuevos fideicomisos, los cuales sólo emiten valores de deuda fiduciaria. Asimismo, la exposición a las tenencias remanentes de CP se ve mitigada en el caso de TS, debido a que, por un lado, la compañía realiza la valuación de las mismas a *fair-value* efectuando una previsión por desvalorización sobre el valor proporcional patrimonial (este último, tiene en cuenta la irregularidad de cartera fideicomitada y fondos operativos del fideicomiso) con lo cual el valor contable es aproximadamente un 90% del valor nominal y, por otro lado, la gestión de cobranzas se efectúa sin distinguir entre cartera fideicomitada y no fideicomitada por lo que el "riesgo moral" del caso es bajo.

Asimismo, TS enfrenta un alto riesgo de tasa de interés derivado de su fondeo en su mayor parte a tasa variable y financiaciones a tasa fija. Este riesgo se encuentra acotado por algunos factores: i) la transferencia del aumento en el costo de fondeo a la tasa activa (es total en el caso de los préstamos personales y está restringida en el caso de TC por la Ley n° 25.065 de Tarjetas de Crédito que establece límites a las tasas de interés y comisiones aplicadas) aunque existe un retardo entre ambas tanto para la suba como para la baja, ii) el amplio spread de tasas y iii) el razonable calce entre activos y pasivos (duración promedio de los activos 6.1 meses vs 8.3 meses de los pasivos).

Finalmente, TS posee un descalce de moneda (\$11 millones, 6.5% del PN), como consecuencia de la emisión de VCP Clase IV en dólares. Sin embargo, el riesgo ante la volatilidad del tipo de cambio está cubierto por una operación de compensación a término sobre dólares estadounidenses (instrumento derivado) con el Banco Hipotecario S.A. (principal accionista de TS).

Riesgo operacional. Acorde con la mejora que se observó en la gestión y el gobierno corporativo de la entidad, sumado al control ejercido por su principal accionista (BH, entidad bajo la regulación del BCRA), se estima que el riesgo operacional es acotado.

- El riesgo de mercado es acotado.
- Registra un alto riesgo por descalce de tasas, no obstante, mitigado por el amplio spread de tasas y el razonable calce entre activos y pasivos.
- Registra un importante descalce por moneda, sin embargo, TS no asume el riesgo ante la volatilidad del tipo de cambio, al cubrir la posición con un contrato de derivado de moneda con el BH.

Fuentes de fondos y capital

Fondeo y liquidez. A través de sus programas globales de emisión de valores fiduciarios, TS ha fondeado la mayor parte de sus operaciones, sin embargo, posterior a las restricciones de liquidez observadas hacia fines de 2008 y principios de 2009, la entidad moderó tanto la periodicidad como el volumen promedio securitizado y modificó la estructura de financiamiento (apoyado en el oportuno aporte de capital de los accionistas), hacia una mayor diversificación de su fondeo y un adecuado calce de activos y pasivos.

A dic'10, sus obligaciones se componen de: i) \$190 mill. de cuentas a pagar (deudas con comercios, cheques diferidos y proveedores), ii) \$80,1 mill. de préstamos bancarios, se considera que el riesgo de refinanciación de las líneas (puente y tradicionales) es bajo y existe además un adecuado margen de capacidad no utilizada (39% del total de las líneas aún están disponibles), iii) \$99,3 mill. de su emisión de valores de corto plazo, y iii) deudas netas con sociedades relacionadas (\$20 mill.).

El riesgo de liquidez está acotado basado en un adecuado flujo de caja y en la existencia de capacidad remanente de líneas bancarias disponibles (\$140,5 millones y el nivel tomado varía en función al proceso de securitizaciones) y se dispone también de un mayor volumen de activos en balance pasibles de ser securitizados. Por su parte, los activos corrientes representan 1.13 veces los pasivos corrientes.

Capital. Un aspecto positivo en la calificación de TS es el nivel de capitalización sustentado en los aportes de capital (4T08: \$165 mill.) y en el buen desempeño que ha evidenciado su operatoria en el último año, lo que le ha permitido mejorar su generación interna de capital. A dic'10, el ratio PN/Activos es de 26.8% registro superior al observado para la media del SFA (11.3% a dic'10), y en línea con entidades de modelo de negocio similar (22.6%). Asimismo, adicionando a los activos el saldo de cartera fideicomitida vigente el índice presenta un adecuado registro del 22.2% y si a esto se adiciona el saldo por cuenta de TC aprobado y no utilizado el indicador es de 12.9%.

Fitch estima que el nivel de capital es suficiente para mantener su crecimiento al actual ritmo de originación y que se mantiene vigente la disposición del accionista para sostener el nivel de capitalización vigente.

- Moderó la emisión de FF a partir del cambio modelo de gestión del negocio.
- Actualmente, persigue una estrategia de diversificación del fondeo. Al respecto, lleva emitido cuatro VCP y planea emitir una ON de largo plazo.
- El riesgo de liquidez está acotado por adecuado flujo de ingresos, la disponibilidad de líneas de financiamiento, y el mayor volumen de financiaciones en balance.
- Posee un buen nivel de capitalización a partir de que en momentos difíciles recibió soporte de capital de su accionista mayoritario.

Glosario

BCRA: Banco Central de la República Argentina.

CF: Capital Federal.

CP: Certificados de Participación.

FF: Fideicomisos Financieros.

GBA: Gran Buenos Aires.

Global Financial Institutions Rating Criteria: Metodología de calificación global para instituciones financieras de Fitch.

Management: Administración.

PN: Patrimonio neto.

ROE: Resultado sobre el patrimonio neto.

ROA: Resultado sobre los activos.

SFA: Sistema Financiero Argentino.

Spread: diferencial entre la tasa activa promedio cobrada por los acreencias y la tasa pasiva promedio pagada por su pasivo financiero.

TC: tarjeta de crédito.

TD: Títulos de deuda.

Underwriting: Suscripción.

VCP: Valores de Corto plazo.

VN: Valor Nominal.

DICTAMEN

El Consejo de Calificación, reunido el 9 de mayo de 2011, ha decidido afirmar en la Categoría A+(arg) con perspectiva Estable a las Obligaciones Negociables Serie I por hasta \$ 40 millones a ser emitidas por Tarshop S.A., cuyo monto puede ser ampliado por el emisor hasta el máximo de \$ 100 millones.

Categoría A+(arg): Indica una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de repago en tiempo y forma en un grado mayor que para aquellas obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

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.

La calificación de Tarshop S.A. (TS) se fundamenta en el soporte que le brinda su accionista mayoritario, Banco Hipotecario S.A. (BH: AA-(arg)). Se consideró positivamente el vínculo estratégico y la complementariedad de negocios entre TS y BH. Por su parte, también se tuvo en cuenta la fuerte dependencia de su negocio respecto a un contexto económico con cierta incertidumbre.

Nuestro análisis de la situación de la entidad se basa en los estados contables del período irregular de seis meses al 31.12.10, auditados por Price Waterhouse & Co. S.R.L. y Abelovich, Polano & Asociados S.R.L., que manifiestan que aquellos reflejan razonablemente, en todos sus aspectos significativos, la situación patrimonial, el resultado de las operaciones, la variación patrimonial de la entidad y el flujo de efectivo en el ejercicio irregular de seis meses, de acuerdo con las normas contables profesionales vigentes en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

Descripción de la calificación

Es objeto de calificación:

Primera Serie de Obligaciones Negociables simples (no convertibles en acciones) hasta un valor total de \$40 millones a ser emitidas en dos Clases en el marco del Programa Global de Obligaciones Negociables por U\$S100 millones. El monto máximo puede ser ampliable hasta \$ 100 millones.

La Serie I de las Obligaciones Negociables simples por hasta \$40 millones, serán emitidas en dos Clases (Clase I y Clase II) dentro del Programa Global de Emisión de Obligaciones Negociables por hasta U\$S100 millones. La sumatoria del monto de emisión de las ON Clase I y de las ON Clase II, no podrá superar el Monto Máximo, sin perjuicio de que cada una de las clases pueda ser emitida por un monto nominal mayor o menor a los \$20 millones sin superar el Monto Total. El Monto Total podrá ser reducido o ampliado hasta el Monto Máximo.

En caso de declararse desierta la colocación de las Obligaciones Negociables Clase I o de las Obligaciones Negociables Clase II, la Clase cuyo monto no fuese declarado desierto podrá ser emitida por el monto total de Ps. 40.000.000 o, en su caso por el Monto máximo de Ps. 100.000.000.

Las ON Clase I, serán emitidas en pesos a tasa variable (Badlar Privada más un spread a determinar posterior al día de colocación) con vencimiento a 18 meses. El valor nominal de las ON Clase I será de \$20 mill. convertidos al tipo de cambio inicial, o el monto mayor o menor que determine la compañía. Los intereses se pagarán trimestralmente y el capital se amortizará en forma trimestral en los meses 12, 15 y 18 contados de la fecha de emisión.

Las ON Clase II, serán emitidas en dólares a tasa fija con vencimiento a 18 meses. El valor nominal de las ON Clase I será en Dólares Estadounidenses hasta el equivalente en Pesos de \$20 mill. o el monto mayor o menor que determine la compañía. Los intereses se pagarán trimestralmente y el capital se amortizará en forma trimestral en los meses 12, 15 y 18 contados de la fecha de emisión.

El destino de los fondos se dedicará a: i) el repago de la deuda originada en la emisión de los VCP Clase II y ii) para la integración de capital de trabajo en la República Argentina.

Fuentes de información

La información suministrada para el análisis se considera adecuada y suficiente por lo que no corresponde aplicar la categoría E.

El emisor ha provisto entre otras, la siguiente información:

- Estados contables trimestrales auditados (último 30.09.2010).
- Balance General Auditado (último 31.12.2010).
- Información sobre calidad de activos.
- Información de gestión de la entidad.
- Información de Cash Flow Proyectado.
- Suplementos de Precios preliminares de VCP Clase II, VCP Clase III y VCP Clase IV.
- Suplemento de Precio preliminar de las ON Serie I.

Ana Gavuzzo
Fitch Argentina SA

Anexos

Tarshop S.A. Estado de Resultados

	31 Dic 2010		30 Jun 2009		31 Dic 2009		30 Jun 2008		30 Jun 2007	
	Anual	Como % de	Anual	Como % de	6 meses	Como % de	Anual	Como % de	Anual	Como % de
	ARS millones	Activos	ARS millones	Activos	ARS millones	Activos	ARS millones	Activos	ARS millones	Activos
	Original	Rentables	Original	Rentables	Original	Rentables	Original	Rentables	Original	Rentables
1. Intereses por Financiaciones	47,5	9,80	70,9	21,96	29,3	12,54	56,1	27,79	54,3	26,38
2. Otros Intereses Cobrados	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
4. Ingresos Brutos por Intereses	47,5	9,80	70,9	21,96	29,3	12,54	56,1	27,79	54,3	26,38
5. Intereses por depósitos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
6. Otros Intereses Pagados	23,5	4,85	38,0	11,77	18,8	8,05	55,1	27,29	38,7	18,80
7. Total Intereses Pagados	23,5	4,85	38,0	11,77	18,8	8,05	55,1	27,29	38,7	18,80
8. Ingresos Netos por Intereses	24,0	4,95	32,9	10,19	10,5	4,49	1,0	0,50	15,6	7,58
10. Resultado Neto por Títulos Valores	1,1	0,23	2,1	0,65	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
13. Ingresos Netos por Servicios	92,7	19,13	154,3	47,80	72,3	30,95	155,3	76,92	201,2	97,76
14. Otros Ingresos Operacionales	40,6	8,38	61,7	19,11	27,8	11,90	-31,2	-15,45	9,1	4,42
15. Ingresos Operativos (excl. intereses)	134,4	27,73	218,1	67,57	100,1	42,85	124,1	61,47	210,3	102,19
16. Gastos de Personal	38,7	7,98	58,7	18,18	28,0	11,99	66,5	32,94	68,0	33,04
17. Otros Gastos Administrativos	73,4	15,14	126,3	39,13	60,0	25,68	106,2	52,60	128,2	62,29
18. Total Gastos de Administración	112,1	23,13	185,0	57,31	88,0	37,67	172,7	85,54	196,2	95,34
19. Resultado por participaciones - Operativos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
20. Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad	46,3	9,55	66,0	20,45	22,6	9,67	-47,6	-23,58	29,7	14,43
21. Cargos por Incobrabilidad	17,4	3,59	35,6	11,03	17,6	7,53	75,5	37,39	60,9	29,59
22. Cargos por Otras Provisiones	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
23. Resultado Operativo	28,9	5,96	30,4	9,42	5,0	2,14	-123,1	-60,97	-31,2	-15,16
24. Resultado por participaciones - No Operativos	0,0	0,00	1,8	0,56	-0,7	-0,30	-18,1	-8,96	0,0	0,00
25. Ingresos No Recurrentes	11,7	2,41	5,4	1,67	0,3	0,13	0,0	0,00	1,2	0,58
26. Egresos No Recurrentes	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
29. Resultado Antes de Impuestos	40,6	8,38	37,6	11,65	13,7	5,86	-130,1	-64,44	-18,2	-8,84
30. Impuesto a las Ganancias	0,0	0,00	10,5	3,25	2,5	1,07	-36,1	-17,88	0,4	0,19
31. Ganancia/Pérdida de Operaciones discontinuadas	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
32. Resultado Neto	40,6	8,38	27,1	8,40	11,2	4,79	-94,0	-46,56	-18,6	-9,04
33. Resultado por diferencias de Valuación de inversiones disponibles para la venta	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 Fitch	40,6	8,38	27,1	8,40	11,2	4,79	-94,0	-46,56	-18,6	-9,04

Tarshop S.A.

Estado de Situación Patrimonial

	31 Dic 2010		30 Jun 2009		31 Dic 2009		30 Jun 2008		30 Jun 2007	
	Anual	Como % de	Anual	Como % de	6 meses	Como % de	Anual	Como % de	Anual	Como % de
	ARS millones - Original	Activos	ARS millones - Original	Activos	ARS millones - Original	Activos	ARS millones - Original	Activos	ARS millones - Original	Activos
Activos										
A. Préstamos										
1. Préstamos Hipotecarios	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
3. Préstamos de Consumo	412,5	65,92	230,5	54,32	132,4	36,52	113,3	34,60	106,7	35,17
4. Préstamos Comerciales	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
5. Otros Préstamos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
6. Provisiones por riesgo de incobrabilidad	52,5	8,39	38,0	8,96	43,5	12,00	61,5	18,78	60,8	20,04
7. Préstamos Netos de Provisiones	360,0	57,53	192,5	45,37	88,9	24,52	51,8	15,82	45,9	15,13
8. Préstamos Brutos	412,5	65,92	230,5	54,32	132,4	36,52	113,3	34,60	106,7	35,17
9. Memo: Financiaciones en Situación Irregular	32,6	5,21	34,9	8,23	41,0	11,31	60,7	18,53	80,2	26,43
B. Otros Activos Rentables										
1. Depósitos en Bancos	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 Valores en cuentas de inversión	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
6. Inversiones en Sociedades	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
7. Otras inversiones	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
8. Total de Títulos Valores	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
9. Memo: Títulos Públicos incluidos anteriormente	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
13. Otros Activos por Intermediación Financiera	124,7	19,93	130,3	30,71	144,7	39,92	150,1	45,83	159,9	52,70
13. Activos Rentables Totales	484,7	77,45	322,8	76,08	233,6	64,44	201,9	61,65	205,8	67,83
C. Activos No Rentables										
1. Disponibilidades	17,8	2,84	4,7	1,11	5,4	1,49	4,1	1,25	10,5	3,46
3. Bienes Diversos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
4. Bienes de Uso	2,1	0,34	3,2	0,75	5,0	1,38	7,0	2,14	9,9	3,26
5. Llave de Negocio	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
6. Otros Activos Intangibles	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
10. Otros Activos	121,2	19,37	93,6	22,06	118,5	32,69	114,5	34,96	77,2	25,44
11. Total de Activos	625,8	100,00	424,3	100,00	362,5	100,00	327,5	100,00	303,4	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	100,4	16,04	46,7	11,01	17,6	4,86	39,7	12,12	61,2	20,17
6. Otros Depósitos y Fondos de Corto Plazo	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
7. Depósitos y fondos de corto plazo	100,7	16,09	23,0	5,42	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
8. Total de Depósitos, Préstamos a Entidades Financieras y Fondo de (201,1	32,13	69,7	16,43	17,6	4,86	39,7	12,12	61,2	20,17
9. Pasivos Financieros de Largo Plazo	n.a.	-	n.a.	-	0,1	0,03	0,2	0,06	0,2	0,07
10. Deuda Subordinada	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
11. Otras Fuentes de Fondo	190,3	30,41	134,8	31,77	132,6	36,58	96,9	29,59	174,5	57,51
12. Total de Fondos de Largo plazo	190,3	30,41	134,8	31,77	132,7	36,61	97,1	29,65	174,7	57,58
14. Otros Pasivos por Intermediación Financiera	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
15. Total de Pasivos Onerosos	391,4	62,54	204,5	48,20	150,3	41,46	136,8	41,77	235,9	77,75
E. Pasivos No Onerosos										
3. Otras Provisiones	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
9. Otros Pasivos no onerosos	66,4	10,61	92,5	21,80	100,8	27,81	90,5	27,63	38,2	12,59
10. Total de Pasivos	457,8	73,15	297,0	70,00	251,1	69,27	227,3	69,40	274,1	90,34
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. Capital	168,0	26,85	127,3	30,00	111,4	30,73	100,2	30,60	29,3	9,66
2. Participación de Terceros	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
5. Diferencias de valuación no realizada	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
6. Total del Patrimonio Neto	168,0	26,85	127,3	30,00	111,4	30,73	100,2	30,60	29,3	9,66
7. Total de Pasivos y Patrimonio Neto	625,8	100,00	424,3	100,00	362,5	100,00	327,5	100,00	303,4	100,00
8. Memo: Fitch Core Capital	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
9. Memo: Fitch Eligible Capital	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-

Tarshop S.A.

Ratios

	31 Dic 2010	30 Jun 2009	31 Dic 2009	30 Jun 2008	30 Jun 2007
	Anual	Anual	6 meses - Intermedio	Anual	Anual
A. Ratios de Rentabilidad - Intereses					
1. Intereses por Financiaciones / Préstamos Netos (Promedio)	30,85	46,34	53,18	50,50	48,14
2. Intereses Pagados por Depósitos/ Depósitos (Promedio)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3. Ingresos por Intereses/ Activos Rentables (Promedio)	23,91	28,12	27,00	28,86	27,51
4. Intereses Pagados/ Pasivos Onerosos (Promedio)	16,54	23,49	26,91	31,43	18,94
5. Ingresos Netos Por Intereses/ Activos Rentables (Promedio)	12,08	13,05	9,67	0,51	7,90
6. Ingresos Netos por Intereses menos Cargos por Incobrabilidad / Activos Rentables (Promedio)	3,32	-1,07	-6,54	-38,32	-22,95
B. Otros Ratios de Rentabilidad Operativa					
1. Ingresos no financieros / Total de Ingresos	84,85	86,89	90,51	99,20	93,09
2. Gastos de Administración / Total de Ingresos	70,77	73,71	79,57	138,05	86,85
3. Gastos de Administración / Activos (Promedio)	43,42	49,84	51,28	54,81	70,58
4. Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad / Patrimonio Neto (Promedio)	61,68	58,82	42,90	-59,72	76,94
5. Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad / Activos (Promedio)	17,93	17,78	13,17	-15,11	10,68
6. Cargos por Incobrabilidad / Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad	37,58	53,94	77,88	-158,61	205,05
7. Resultado Operativo / Patrimonio Neto (Promedio)	38,50	27,09	9,49	-154,45	-80,83
8. Resultado Operativo / Activos (Promedio)	11,19	8,19	2,91	-39,07	-11,22
9. Impuesto a las Ganancias / Resultado Antes de Impuestos	0,00	27,93	18,25	27,75	-2,20
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)	54,09	24,15	21,26	-117,94	-48,19
2. Resultado Neto / Activos (Promedio)	15,72	7,30	6,53	-29,83	-6,69
3. Resultado Neto Ajustado por Fitch / Patrimonio Neto (Promedio)	54,09	24,15	21,26	-117,94	-48,19
4. Resultado Neto Ajustado por Fitch / Total de Activos Promedio	15,72	7,30	6,53	-29,83	-6,69
6. Resultado neto / Activos Ponderados por Riesgo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
7. Resultado neto ajustado por Fitch / Activos Ponderados por Riesgo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
D. Capitalización					
1. Fitch core capital / Riesgos Ponderados	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2. Fitch elegible capital / Riesgos Ponderados	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
7. Patrimonio Neto / Activos	26,85	30,00	30,73	30,60	9,66
E. Ratios de Calidad de Activos					
1. Crecimiento del Total de Activos	47,49	29,56	10,69	7,94	20,11
2. Crecimiento de los Préstamos Brutos	78,96	103,44	16,86	6,19	-10,26
3. Préstamos Irregulares / Total de Financiaciones	7,40	13,90	25,10	42,80	53,40
4. Previsiones / Total de Financiaciones	12,00	15,15	26,66	43,34	40,50
5. Previsiones / Préstamos Irregulares	161,15	108,83	106,19	101,29	75,81
6. Préstamos Irregulares Netos de Previsiones / Patrimonio Neto	-11,84	-4,40	-5,03	-0,80	66,21
7. Cargos por Incobrabilidad / Total de Financiaciones (Promedio)	11,21	23,27	31,68	67,96	53,99
8. Préstamos dados de baja en el periodo / Total de Financiaciones	2,03	26,90	31,36	77,26	54,41
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.	n.a.
3. Depósitos de clientes / Fondo Total excluyendo Derivados	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FITCHRATINGS.COM. LAS CALIFICACIONES PUBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLITICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACION PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO.

Derechos de autor © 2011 por Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004 Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch 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 Fitch 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 independiente 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 Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch 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 futuros 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 cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. 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. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Un informe con una calificación de Fitch 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 Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones 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. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1.000 a USD750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch 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 USD10.000 y USD1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.