

Tarshop S.A.

Informe Integral

Calificaciones

Nacional

ON Clase XI	AA-(arg)
ON Clase XIII	AA-(arg)
ON Clase XVIII	AA-(arg)
ON Clase XIX	AA-(arg)
ON Clase XX	A1(arg)
ON Clase XXI	AA-(arg)
ON Clase XXII	AA-(arg)
ON Clase XXIII	AA-(arg)
On Clase XXVI	AA-(arg)

Perspectiva

Calificación Nacional de Largo Plazo Negativa

Resumen Financiero

Miles	30/09/2015	30/09/2014
Activos (USD)	260.396	175.574
Activos (Pesos)	2.452.717	1.486.114
Patrimonio Neto (Pesos)	223.030	99.550
Resultado Neto (Pesos)	-18.233	-90.277
ROA (%)	-1,35	-7,90
ROE (%)	-12,47	-85,25
PN / Activos (%)	9,1	6,7

Tipo de acmbio de referencia del BCRA, 9/2015=9,4192 y 9/2014=8,4643

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

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 negativa) 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 a sep'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 dinámica de los gastos operativos y la baja contribución del margen de intereses (aunque este último registra un mejora en los últimos tres meses). 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).

Ajustada capitalización: A sep'15 el capital tangible representaba el 4.8% de los activos tangibles. No obstante, 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 5.7% de las financiaciones, por debajo de dic'14 (9.90%) producto de los castigos de cartera (4.8% de las financiaciones) y la mejor en la calidad de la cartera. La cobertura con provisiones es adecuada (7.7% del total de financiaciones).

Buena diversificación de fondeo: A jun'15 el fondeo de la entidad se compone de deudas con comercios (16% del activo); financiaciones bancarias (8%); emisiones de obligaciones negociables (21%); y valores de deuda fiduciaria (37%). Asimismo el soporte que le provee su accionista mayoritario le brinda una mayor flexibilidad financiera.

Sensibilidad de la calificación

Soporte: Un cambio en la capacidad y/o disposición de soporte de su principal accionista (BH), provocaría un cambio en las calificaciones de TS.

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: sus propias tarjetas de compra y crédito bajo la denominación comercial “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 de consumo 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 946 empleados a sep'15.

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.

El 01/06/2014 TS lanzó su producto “Préstamo Jet” (préstamos personales), bajo este programa TS cumple la función de distribución, administración y recupero de los préstamos originados bajo este producto a cuenta y orden de un tercero. En función de esta nueva línea de negocios TS cobra una comisión de administración (variable en función del rendimiento de la cartera) que pasa a aumentar sus ingresos por servicios.

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 del año 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.

Desempeño

Entorno Operativo

Durante los últimos años el gobierno ha impuesto una serie de controles y regulaciones que han afectado la actividad del sector financiero. Sin embargo, tales medidas no tuvieron un impacto significativo sobre la solvencia del sistema ni la calidad de la cartera de crédito. La prudencia de los agentes, así como su capacidad para seguir generando resultado, aunque más reducido, derivado de diversas fuentes, morigeró el deterioro de los fundamentals del sistema financiero.

El mayor grado de intervención en el sistema financiero desde 2012 derivó en una menor flexibilidad de las entidades para fijar sus precios con relación al riesgo involucrado. Las

entidades pequeñas resultaron, en general, más afectadas, en virtud de la menor diversificación de su operatoria. Esta situación, sumada a la menor demanda de crédito y al buen rendimiento de los instrumentos emitidos por el Banco Central, se tradujo en una menor intermediación de los bancos con el sector privado y una mayor participación de activos líquidos en sus balances. Este cambio se vio reflejado en la variación de la estructura de ingresos de los bancos, con una mayor participación del resultado por títulos en el total, así como en el gradual deterioro de sus indicadores de eficiencia.

Los niveles de capitalización de la mayoría de las entidades del sistema financiero privado son buenos, debido en parte a las restricciones vigentes para la distribución de dividendos, a la disminución de la tasa de crecimiento de los préstamos al sector privado y a la elevada tenencia de activos líquidos (Lebacks) que no requieren capital. En este sentido, FIX estima que, en un escenario de mayor estabilidad, resulta probable una tendencia descendente de la capitalización, en línea con el crecimiento del crédito.

Si bien se estima que 2016 será un año de transición, con un posible reacomodamiento de precios relativos, FIX considera probable que el grado de intervención del mercado disminuya en el corto plazo, lo cual le otorgará a las entidades financieras una mayor flexibilidad para gestionar su estrategia de negocios. En caso de concretarse este escenario, no se descarta el cambio de la perspectiva para el sistema financiero a Estable desde Negativa así como la mejora en la calificación de algunas de las entidades que actualmente califica FIX.

Desempeño de la entidad

Acotado desempeño

(%)	Sep'2015	2014	2013	2012
Ingresos Netos por Intereses/ Activos Rentables Prom.	14.20	13.19	19.96	21.62
Gastos de Administración / Total de Ingresos	90.81	113.73	80.34	76.66
Cargos por Incobrabilidad / Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad	144.36	(134.08)	106.38	109.06
Resultado Operativo / Activos Prom.	(1.83)	(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.	(12.47)	(73.54)	(3.82)	(2.94)

Fuente: Tarshop S.A.

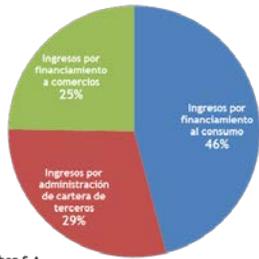
La rentabilidad de Tarshop, conserva la tendencia de recuperación observada durante 2014. Si bien sep'15 el resultado operativo de la entidad continúa siendo negativo, periódicamente el déficit se ha reducido sustentado en un fuerte crecimiento de sus ingresos por servicios y un adecuado control de la calidad de sus activos, que compensan la dinámica de los gastos operativos y la tendencia negativa de su margen de intereses, aunque éste último registra una mejora en el último trimestre como consecuencia del crecimiento de los adelantos en efectivo y que le permiten lograr una mayor tasa activa promedio de su cartera (ver Grafico #1).

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

Grafico #1 - Evolución Resultado Trimestral



Gráfico #2: Ingresos brutos por tipo de ingresos (Sep'15)



Fuente: Tarshop S.A.

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 79% interanual a sep'15, impulsados por los ingresos netos por servicios (+121% 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 que han revertido su tendencia, registrando un incremento del 17% anual a sep'15, por la mayor contribución de los adelantos en efectivos al resultado.

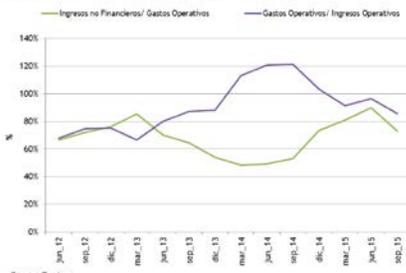
Dado que el modelo de negocio que explota TS requiere de una estructura que le brinde una amplia cobertura geográfica y cercanía a su base de clientes, los costos operativos representan una carga significativa en el resultado. Sin embargo, el acuerdo con Visa (ver Perfil) y otros cambios organizativos recientes tendientes a aprovechar sinergias operativas con BH, le permitirán aumentar la eficiencia de su estructura y crecer en su volumen de negocios. A sep'15 los gastos operativos representaban el 90% de los ingresos brutos, consolidando la mejora observada en los trimestres anteriores (ver Gráfico #3).

Los cargos por incobrabilidad netos de recuperos se aumentaron un 24% respecto del año anterior, producto del rápido crecimiento que registra su cartera de crédito, mientras que su cartera morosa se mantuvo estable en valores absolutos. En este sentido, los cargos por incobrabilidad anualizados se conservaron en un 6.7% del stock de financiaciones de la compañía. 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.

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 (83% 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.

Gráfico #3 - Evolución Eficiencia por Trimestre



Fuente: Tarshop

Riesgo de crédito

Razonable Calidad de Activos

(%)	Sep'2015	2014	2013	2012
Crecimiento de Préstamos Brutos (Ytd*)	65.89	(5.79)	23.81	15.85
Préstamos Irregulares / Préstamos Brutos	5.72	9.90	7.84	11.46
Previsiones / Préstamos Brutos	7.68	12.64	9.41	11.35
Préstamos Irregulares Netos de Previsiones / Patrimonio Neto	(19.09)	(18.56)	(1.59)	0.63
Cargos por Incob. / Préstamos Brutos Prom.	6.69	6.42	8.64	10.61
Préstamos dados de baja en el período / Préstamos Brutos (Promedio)	4.83	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 sep'15 el stock de financiaciones brutas alcanzó los \$2.173,7 millones, lo que representa un incremento del 68,5% 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 57,7% de operaciones de tarjeta de crédito, un 17% de adelantos de dinero en efectivo, un 17,4% de primera operación y un 8% de otros productos. Todas las líneas se ofrecen a través de la tarjeta de crédito Tarjeta Shopping.

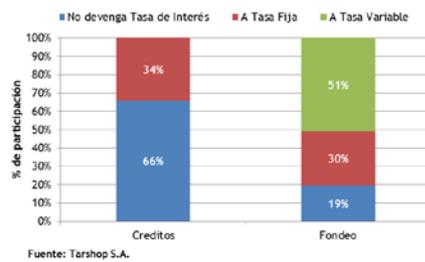
La calidad de los activos en balance de TS se considera acorde al modelo de negocio que explota, orientado a personas de medios y bajos ingresos. La cartera con mora mayor a 90 días representaba el 5.7% de las financiaciones promedio, por debajo de los niveles observado en los últimos dos ejercicios, 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 (4.8% 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 sep'15 las provisiones representaban un adecuado 7.7% del total de financiaciones promedios del ejercicio, lo cual representa una cobertura del 134.2% de la cartera con mora superior a 90 días, que minimiza la exposición del patrimonio a potenciales pérdidas por riesgo de crédito (19.1%).

TS presenta una acotada exposición a transacciones con entidades relacionadas. A sep'15 conservaba 1.2% del activo con empresas vinculadas y 1.2% de su pasivo.

Grafico #4: Riesgo de Tasa - Sep'2015

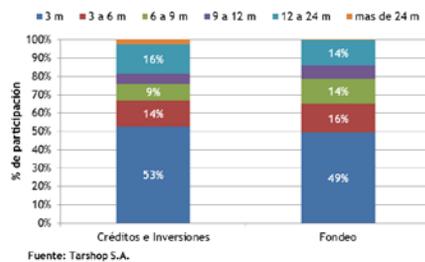


Riesgo de mercado

TS no presenta inversiones en el balance con motivo transaccional. Dentro del activo conservaba a sep'15 \$7 millones en depósitos a plazo fijo, \$35.7 en fondos comunes de inversión y \$1.06 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 51% 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 76% de la cartera vencen dentro de un plazo 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 5 meses vs 3 meses de los pasivos), y iii) a que los valores de deuda fiduciaria si bien son a tasas variable mantienen tope máximos y mínimos, lo que limita la volatilidad de la tasa pasiva.

Grafico #5: Calce de Plazo - Sep'2015



Finalmente, la exposición a variaciones en el tipo de cambio es mínima, sin un potencial impacto sobre su patrimonio. A sep'15 la empresa conservaba una posición activa neta en moneda extranjera equivalente a \$ 292.5 miles (0.13% 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 su accionista mayoritario (Banco Hipotecario) 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 vez los pasivos corrientes.

Capital

Ajustada Capitalización

(%)	Sep'2015	2014	2013	2012
Capital Tangible / Activos Tangibles	4.88	6.21	9.26	12.39
Patrimonio Neto / Activos	9.09	12.21	12.73	16.93
Resultado Neto - Dividendos pagados / Total del Patrimonio Neto	(10.93)	(58.84)	(4.01)	(2.92)

Fuente: Tarshop S.A.

La capitalización de TS es baja. A sep'15 el capital tangible representaba el 4.8% de los activos tangibles en balance. 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. 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

	30 sep 2015		31 dic 2014		30 sep 2014		31 dic 2013		31 dic 2012	
	9 meses ARS miles Original	Como % de Activos Rentables	Anual ARS miles Original	Como % de Activos Rentables	9 meses 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	306.537,2	19,57	376.092,3	31,32	302.332,8	33,39	336.252,9	26,02	262.936,5	25,86
2. Otros Intereses Cobrados	62.803,9	4,01	70.518,2	5,87	51.936,0	5,74	46.074,0	3,57	45.991,4	4,52
3. Ingresos por Dividendos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
4. Ingresos Brutos por Intereses	369.341,1	23,58	446.610,5	37,19	354.268,8	39,12	382.326,8	29,59	308.927,9	30,38
5. Intereses por depósitos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
6. Otros Intereses Pagados	213.185,5	13,61	279.529,1	23,28	221.064,2	24,41	159.856,5	12,37	104.848,7	10,31
7. Total Intereses Pagados	213.185,5	13,61	279.529,1	23,28	221.064,2	24,41	159.856,5	12,37	104.848,7	10,31
8. Ingresos Netos por Intereses	156.155,6	9,97	167.081,4	13,91	133.204,7	14,71	222.470,3	17,22	204.079,2	20,07
9. Resultado Neto por operaciones de Intermediación y Derivados	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
10. Resultado Neto por Títulos Valores	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
11. Resultado Neto por Activos valuados a FV a través del estado de resultados	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
12. Resultado Neto por Seguros	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
13. Ingresos Netos por Servicios	444.465,2	28,38	314.576,5	26,19	200.601,0	22,15	272.978,8	21,12	229.229,6	22,54
14. Otros Ingresos Operacionales	3.006,9	0,19	4.817,3	0,40	2.249,4	0,25	9.469,5	0,73	3.225,7	0,32
15. Ingresos Operativos (excl. intereses)	447.472,1	28,57	319.393,8	26,59	202.850,4	22,40	282.445,4	21,86	232.455,3	22,86
16. Gastos de Personal	254.203,1	16,23	278.744,6	23,21	199.727,8	22,06	194.918,9	15,08	159.370,1	15,67
17. Otros Gastos Administrativos	293.929,4	18,77	274.537,6	22,86	198.230,3	21,89	210.725,2	16,31	175.269,0	17,24
18. Total Gastos de Administración	548.132,5	34,99	553.282,2	46,07	397.958,1	43,95	405.644,1	31,39	334.639,1	32,91
19. Resultado por participaciones - Operativos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
20. Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad	55.495,2	3,54	(66.807,0)	(5,56)	(61.903,0)	(6,84)	99.271,6	7,68	101.895,4	10,02
21. Cargos por Incobrabilidad	80.112,7	5,11	89.572,6	7,46	64.638,8	7,14	105.605,8	8,17	111.126,5	10,93
22. Cargos por Otras Provisiones	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
23. Resultado Operativo	(24.617,5)	(1,57)	(156.379,6)	(13,02)	(126.541,8)	(13,98)	(6.334,3)	(0,49)	(9.231,1)	(0,91)
24. Resultado por participaciones - No Operativos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
25. Ingresos No Recurrentes	2.463,7	0,16	4.234,6	0,35	3.385,5	0,37	1.968,5	0,15	1.246,3	0,12
26. Egresos No Recurrentes	1.336,0	0,09	2.319,7	0,19	1.849,1	0,20	1.632,0	0,13	3.035,5	0,30
27. Cambios en el valor de mercado de deuda propia	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
28. Otro Resultado No Recurrente Neto	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
29. Resultado Antes de Impuestos	(23.489,8)	(1,50)	(154.464,7)	(12,86)	(125.005,4)	(13,81)	(5.997,7)	(0,46)	(11.020,3)	(1,08)
30. Impuesto a las Ganancias	-5.256,5	-0,34	-43.401,7	-3,61	-34.728,7	-3,84	1.619,1	0,13	-5.256,3	-0,52
31. Ganancia/Pérdida de Operaciones discontinuadas	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
32. Resultado Neto	(18.233,3)	(1,16)	(111.063,0)	(9,25)	(90.276,7)	(9,97)	(7.616,8)	(0,59)	(5.764,0)	(0,57)
33. Resultado por diferencias de Valuación de inversiones disponibles para la venta	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
34. Revaluación del Activo Fijo	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
35. Resultados por Diferencias de Cotización	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
36. Otros Ajustes de Resultados	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
37. Resultado Neto Ajustado por FIX SCR	(18.233,3)	(1,16)	(111.063,0)	(9,25)	(90.276,7)	(9,97)	(7.616,8)	(0,59)	(5.764,0)	(0,57)
38. Memo: Resultado Neto Atribuible a Intereses Minoritarios	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
39. Memo: Resultado Neto Después de Asignación Atribuible a Intereses Minoritarios	-18.233,3	-1,16	-111.063,0	-9,25	-90.276,7	-9,97	-7.616,8	-0,59	-5.764,0	-0,57
40. Memo: Dividendos relacionados al período	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
41. Memo: Dividendos de Acciones Preferidas del Período	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-

Tarshop S.A.

Estado de Situación Patrimonial

	30 sep 2015		31 dic 2014		30 sep 2014		31 dic 2013		31 dic 2012	
	9 meses ARS miles Original	Como % de Activos	Anual ARS miles Original	Como % de Activos	9 meses 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	2.133.871,1	87,00	1.269.898,4	82,17	1.269.212,5	85,40	1.367.468,7	91,67	1.108.166,0	95,00
4. Préstamos Comerciales	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
5. Otros Préstamos	77.841,4	3,17	63.324,9	4,10	56.812,9	3,82	47.633,4	3,19	34.753,4	2,98
6. Previsiones por riesgo de incobrabilidad	167.150,0	6,81	161.752,4	10,47	144.573,4	9,73	127.254,3	8,53	129.748,7	11,12
7. Préstamos Netos de Previsiones	2.044.562,5	83,36	1.171.470,9	75,80	1.181.451,9	79,50	1.287.847,7	86,34	1.013.170,7	86,85
8. Préstamos Brutos	2.211.712,5	90,17	1.333.223,3	86,26	1.326.025,3	89,23	1.415.102,0	94,87	1.142.919,4	97,98
9. Memo: Financiaciones en Situación Irregular	124.582,5	5,08	126.724,0	8,20	124.868,2	8,40	124.243,0	8,33	130.998,0	11,23
10. Memo: Préstamos a Valor Razonable	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
B. Otros Activos Rentables										
1. Depósitos en Bancos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
2. Operaciones de Pase y Colaterales en Efectivo	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
3. Títulos Valores para Compra y Venta o Intermediación	36.687,7	1,50	17.699,4	1,15	8.851,8	0,60	n.a.	-	n.a.	-
4. Derivados	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
4. Títulos Valores disponibles para la venta	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
5. Títulos registrados a costo más rendimiento	7.165,4	0,29	11.786,7	0,76	16.998,7	1,14	4.429,2	0,30	3.752,1	0,32
6. Inversiones en Sociedades	12,5	0,00	12,5	0,00	12,5	0,00	12,5	0,00	n.a.	-
7. Otras inversiones	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
8. Total de Títulos Valores	43.865,6	1,79	29.498,7	1,91	25.863,0	1,74	4.441,7	0,30	3.752,1	0,32
9. Memo: Títulos Públicos incluidos anteriormente	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
10. Memo: Total de Títulos Comprometidos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
11. Inversiones en inmuebles	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
12. Activos en Compañías de Seguros	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
13. Otros Activos por Intermediación Financiera	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
13. Activos Rentables Totales	2.088.428,1	85,15	1.200.969,6	77,71	1.207.314,9	81,24	1.292.289,3	86,63	1.016.922,8	87,18
C. Activos No Rentables										
1. Disponibilidades	93.042,8	3,79	99.544,3	6,44	101.093,8	6,80	60.818,4	4,08	39.205,3	3,36
2. Memo: Exigencia de efectivo mínimo en ítem anterior	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
3. Bienes Diversos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
4. Bienes de Uso	26.571,0	1,08	19.118,2	1,24	13.673,8	0,92	14.649,2	0,98	7.621,1	0,65
5. Llave de Negocio	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
6. Otros Activos Intangibles	9.143,4	0,37	5.174,5	0,33	5.974,1	0,40	7.391,3	0,50	10.474,0	0,90
7. Créditos Impositivos Corrientes	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
8. Impuestos Diferidos	99.518,1	4,06	93.728,2	6,06	84.982,8	5,72	49.566,4	3,32	49.946,0	4,28
9. Operaciones Discontinuas	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
10. Otros Activos	136.014,0	5,55	127.003,4	8,22	73.074,1	4,92	66.951,9	4,49	42.345,5	3,63
11. Total de Activos	2.452.717,4	100,00	1.545.538,2	100,00	1.486.113,6	100,00	1.491.666,5	100,00	1.166.514,7	100,00
Pasivos y Patrimonio Neto										
D. Pasivos Onerosos										
1. Cuenta Corriente	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
2. Caja de Ahorro	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
3. Plazo Fijo	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
4. Total de Depósitos de clientes	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
5. Préstamos de Entidades Financieras	201.336,9	8,21	209.927,9	13,58	225.267,8	15,16	232.796,8	15,61	194.549,4	16,68
6. Operaciones de Pase y Colaterales en Efectivo	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
7. Otros Depósitos y Fondos de Corto Plazo	1.544.197,1	62,96	985.520,1	63,77	954.508,0	64,23	832.183,1	55,79	667.206,2	57,20
8. Total de Depósitos, Préstamos a Entidades Financieras y Fondos	1.745.534,0	71,17	1.195.448,0	77,35	1.179.775,8	79,39	1.064.979,9	71,40	861.755,6	73,87
9. Pasivos Financieros de Largo Plazo	305.717,8	12,46	85.478,0	5,53	129.214,7	8,69	130.311,5	8,74	54.941,2	4,71
10. Deuda Subordinada	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
11. Otras Fuentes de Fondo	n.a.	-	2.747,0	0,18	3.656,2	0,25	48.496,5	3,25	722,6	0,06
12. Total de Fondos de Largo Plazo	305.717,8	12,46	88.225,1	5,71	132.870,9	8,94	178.808,0	11,99	55.663,8	4,77
12. Derivados	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	220,0	0,02
14. Otros Pasivos por Intermediación Financiera	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
15. Total de Pasivos Onerosos	2.051.251,8	83,63	1.283.673,0	83,06	1.312.646,6	88,33	1.243.787,9	83,38	917.639,4	78,67
E. Pasivos No Onerosos										
1. Deuda valuada a Fair Value	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
2. Previsiones por riesgo de incobrabilidad	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
3. Otras Previsiones	36.366,5	1,48	28.977,9	1,87	21.936,9	1,48	23.506,0	1,58	19.196,3	1,65
4. Pasivos Impositivos corrientes	63.679,3	2,60	29.954,4	1,94	24.119,3	1,62	25.150,7	1,69	20.478,8	1,76
5. Impuestos Diferidos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
6. Otros Pasivos Diferidos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
7. Operaciones Discontinuas	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
8. Pasivos por Seguros	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
9. Otros Pasivos no onerosos	78.389,7	3,20	14.169,5	0,92	27.861,1	1,87	9.395,6	0,63	11.757,0	1,01
10. Total de Pasivos	2.229.687,3	90,91	1.356.774,8	87,79	1.386.563,9	93,30	1.301.840,1	87,27	969.071,5	83,07
F. Capital Híbrido										
1. Acciones Preferidas y Capital Híbrido contabilizado como deuda	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
2. Acciones Preferidas y Capital Híbrido contabilizado como Patrimonio	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
G. Patrimonio Neto										
1. Patrimonio Neto	223.030,1	9,09	188.763,4	12,21	99.549,7	6,70	189.826,4	12,73	197.443,2	16,93
2. Participación de Terceros	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
3. Reservas por valuación de Títulos Valores	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
4. Reservas por corrección de tipo de cambio	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
5. Diferencias de valuación no realizada y Otros	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
6. Total del Patrimonio Neto	223.030,1	9,09	188.763,4	12,21	99.549,7	6,70	189.826,4	12,73	197.443,2	16,93
7. Total de Pasivos y Patrimonio Neto	2.452.717,4	100,00	1.545.538,2	100,00	1.486.113,6	100,00	1.491.666,5	100,00	1.166.514,7	100,00
8. Memo: Capital Ajustado	114.368,5	4,66	89.860,8	5,81	8.592,7	0,58	132.868,7	8,91	137.023,2	11,75
9. Memo: Capital Elegible	114.368,5	4,66	89.860,8	5,81	8.592,7	0,58	132.868,7	8,91	137.023,2	11,75

Tarshop S.A.

Ratios

	30 sep 2015	31 dic 2014	30 sep 2014	31 dic 2013	31 dic 2012
	9 meses	Anual	9 meses	Anual	Anual
A. Ratios de Rentabilidad - Intereses					
1. Intereses por Financiaciones / Préstamos brutos (Promedio)	25,54	26,97	28,60	27,53	25,10
2. Intereses Pagados por Depósitos/ Depósitos (Promedio)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3. Ingresos por Intereses/ Activos Rentables (Promedio)	33,59	35,26	36,91	34,31	32,72
4. Intereses Pagados/ Pasivos Onerosos (Promedio)	19,18	21,24	22,32	15,51	12,32
5. Ingresos Netos Por Intereses/ Activos Rentables (Promedio)	14,20	13,19	13,88	19,96	21,62
6. Ingresos Netos por Intereses menos Cargos por Incobrabilidad / Activos Rentables (Promedio)	6,92	6,12	7,14	10,49	9,85
7. Ingresos netos por Intereses menos Dividendos de Acciones Preferidas / Activos Rentables (Promedio)	14,20	13,19	13,88	19,96	21,62
B. Otros Ratios de Rentabilidad Operativa					
1. Ingresos no financieros / Total de Ingresos	74,13	65,65	60,36	55,94	53,25
2. Gastos de Administración / Total de Ingresos	90,81	113,73	118,42	80,34	76,66
3. Gastos de Administración / Activos (Promedio)	40,67	36,12	34,81	31,63	30,64
4. Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad / Patrimonio Neto (Promedio)	37,95	(44,24)	(58,46)	49,82	52,01
5. Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad / Activos (Promedio)	4,12	(4,36)	(5,41)	7,74	9,33
6. Cargos por Incobrabilidad / Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad	144,36	(134,08)	(104,42)	106,38	109,06
7. Resultado Operativo / Patrimonio Neto (Promedio)	(16,84)	(103,55)	(119,49)	(3,18)	(4,71)
8. Resultado Operativo / Activos (Promedio)	(1,83)	(10,21)	(11,07)	(0,49)	(0,85)
9. Impuesto a las Ganancias / Resultado Antes de Impuestos	22,38	28,10	27,78	(27,00)	47,70
10. Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad / Activos Ponderados por Riesgo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
11. Resultado operativo / Activos Ponderados por Riesgo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
C. Otros Ratios de Rentabilidad					
1. Resultado Neto / Patrimonio Neto (Promedio)	(12,47)	(73,54)	(85,25)	(3,82)	(2,94)
2. Resultado Neto / Activos (Promedio)	(1,35)	(7,25)	(7,90)	(0,59)	(0,53)
3. Resultado Neto Ajustado / Patrimonio Neto (Promedio)	(12,47)	(73,54)	(85,25)	(3,82)	(2,94)
4. Resultado Neto Ajustado / Total de Activos Promedio	(1,35)	(7,25)	(7,90)	(0,59)	(0,53)
5. Resultado Neto / Activos más Activos Administrados (Promedio)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
6. Resultado neto / Activos Ponderados por Riesgo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
7. Resultado neto ajustado / Activos Ponderados por Riesgo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
D. Capitalización					
1. Capital Ajustado / Riesgos Ponderados	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3. Tangible Common Equity/ Tangible Assets	4,88	6,21	0,62	9,26	12,39
4. Tier 1 Regulatory Capital Ratio	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
5. Total Regulatory Capital Ratio	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
7. Patrimonio Neto / Activos	9,09	12,21	6,70	12,73	16,93
8. Dividendos Pagados y Declarados / Utilidad neta	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
9. Dividendos Pagados y Declarados / Resultado Neto Ajustado por FIX SCR	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
10. Dividendos y recompra de Acciones / Resultado Neto	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
11. Resultado Neto - Dividendos pagados / Total del Patrimonio Neto	(10,93)	(58,84)	(121,25)	(4,01)	(2,92)
E. Ratios de Calidad de Activos					
1. Crecimiento del Total de Activos	58,70	3,61	(0,37)	27,87	11,64
2. Crecimiento de los Préstamos Brutos	65,89	(5,79)	(6,29)	23,81	15,85
3. Préstamos Irregulares / Total de Financiaciones	5,72	9,90	9,92	7,84	11,46
4. Previsiones / Total de Financiaciones	7,68	12,64	11,49	9,41	11,35
5. Previsiones / Préstamos Irregulares	134,17	127,64	115,78	102,42	99,05
6. Préstamos Irregulares Netos de Previsiones / Patrimonio Neto	(19,09)	(18,56)	(19,79)	(1,59)	0,63
7. Cargos por Incobrabilidad / Total de Financiaciones (Promedio)	6,69	6,42	6,13	8,64	10,61
8. Préstamos dados de baja en el periodo / Préstamos Brutos (Promedio)	4,83	1,12	2,22	7,04	5,29
9. Préstamos Irregulares + Bienes Diversos / Préstamos Brutos + Bienes Diversos	5,72	9,90	9,92	9,19	11,46
F. Ratios de Fondo					
1. Préstamos / Depósitos de Clientes	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2. Préstamos Interbancarios / Pasivos Interbancarios	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	(0,00)
3. Depositos de clientes / Fondo Total excluyendo Derivados	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Anexo II Dictamen

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACION DE RIESGO “afiliada de Fitch Ratings” - Reg. CNV N°9, reunido el 23 de diciembre de 2015, ha decidido **confirmar*** las siguientes calificaciones de Tarshop S.A.:

-Obligaciones Negociables Clase XI por hasta un máximo de \$200 millones: AA-(arg), perspectiva Negativa,

-Obligaciones Negociables Clase XVIII por un valor nominal de \$ 15 millones (ampliable a \$ 150 millones): AA-(arg) perspectiva Negativa,

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

-Obligaciones Negociables Clase XX por un valor nominal de \$20 millones (ampliable a \$300 millones): A1(arg),

-Obligaciones Negociables Clase XXI por un valor nominal de \$ 20 millones (ampliable a \$ 300 millones): AA-(arg) perspectiva Negativa,

-Obligaciones Negociables Clase XXII por un valor nominal de \$ 20 millones (ampliable a \$ 300 millones): AA-(arg) perspectiva Negativa,

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

A su vez, **asignó** las siguientes calificaciones de Tarshop S.A.:

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

Además, se confirman y retiran las Obligaciones Negociables Clase XIII por hasta un máximo de \$500 millones (AA-(arg) con perspectiva Negativa), puesto que la entidad ha decidido no emitir dichas obligaciones negociables.

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 negativa- 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 calificadoradora 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.

Categoría A1(arg): Indica la más sólida capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Bajo la escala de calificaciones nacionales, esta categoría se asigna al mejor riesgo crediticio respecto de todo otro riesgo en el país. Cuando las características de la emisión o emisor son particularmente sólidas, se agrega un signo “+” a la categoría.

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 31.12.2014, con opinión sin salvedades por Price Waterhouse & Co. S.R.L. y Abelovich, Polano & Asociados S.R.L.

Adicionalmente se consideraron los estados contables auditados al 30.09.2015, por Price Waterhouse & Co. S.R.L. y Abelovich, Polano & Asociados S.R.L., que no emite opinión dado el carácter limitado de la auditoría de los estados contables intermedios.

* 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.

Para la determinación de las presentes calificaciones se consideró, entre otros, la siguiente información de carácter privado:

- Suplemento de Precios Preliminar (primera versión) de Obligaciones Negociables de Clase XXVI provisto por el emisor el 04/12/2015.

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 31.12.2014), 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.
- Suplementos de Precios de Obligaciones Negociables, disponible en www.cnv.gob.ar.

Anexo III

Descripción de las emisiones

Obligaciones Negociables emitidas en tres clases (IX, X y XI) por un total en conjunto de \$ 45 millones (ampliable hasta la suma de \$ 200 millones).

Las Obligaciones Negociables constituyen obligaciones directas, incondicionales, no garantizadas y no subordinadas de la compañía, que califican pari passu sin preferencia entre si y en todo momento tendrán al menos igual prioridad de pago que todo otro endeudamiento no garantizado y no subordinado, presente y futuro de la compañía.

La sumatoria del monto de emisión de las Obligaciones Negociables no puede superar el Monto Total Máximo. Sin perjuicio de ello, el Monto Total Máximo puede ser reducido o ampliado hasta el Monto Total Autorizado (\$ 200 millones) y cada una de las clases puede ser emitida por un monto nominal mayor o menor a los \$ 15 millones, sin superar el Monto Total Autorizado.

Las Obligaciones Negociables Clase XI por un monto nominal mayor o menor a \$15 millones, ampliable hasta un máximo de \$200 millones, son a 36 meses de plazo contados desde la fecha de emisión y liquidación. La amortización del capital se efectuará mediante un único pago al vencimiento. La Clase XI devenga trimestralmente un interés a tasa variable, compuesta por la tasa de referencia (BADLAR Privada) más un margen de corte licitado en la colocación.

Las Obligaciones Negociables Clase XI fueron emitidas por \$10.837.187 con vencimiento el 23 de mayo de 2016. Las obligaciones devengarán una tasa de interés variable nominal anual que será igual a una tasa de referencia (Badlar privada) más 580 puntos básicos.

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

Obligaciones Negociables Clase XIII por un valor nominal de hasta \$100 millones (ampliable hasta un máximo de \$500 millones).

Las Obligaciones Negociables Clase XIII constituirán obligaciones directas, incondicionales, no garantizadas y no subordinadas de la entidad, con igual prioridad de pago que todo otro endeudamiento no garantizado y no subordinado, presente y futuro de la compañía. La obligaciones negociables serán emitidas en el marco del Programa Global de Emisión de Obligaciones Negociables por hasta U\$S200 millones (o su equivalente en otras monedas).

El monto máximo que podrá tomar la emisión será de \$500 millones. La fecha de vencimiento de las obligaciones se producirá a los 24 meses contados desde la fecha de emisión, y la amortización del capital se efectuará mediante un sólo pago a la fecha de vencimiento. Las ON Clase XIII devengarán un interés a tasa fija, que se pagará trimestralmente por período vencido desde la fecha de emisión y liquidación.

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

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

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

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

La Clase XVIII con vencimiento a los 18 meses, devengan un interés a una tasa variable que es la suma de una tasa de referencia (BADLAR privada) y un margen de corte licitado en la colocación. Los intereses se devengan en forma trimestralmente a período vencido. La amortización del capital se efectuará en un solo pago a la fecha de vencimiento.

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

Las Obligaciones Negociables Clase XVIII fueron emitidas por \$69.290.713 con vencimiento el 26 de mayo de 2016. Las obligaciones devengarán una tasa de interés variable nominal anual que será igual a una tasa de referencia (Badlar privada) más 425 puntos básicos.

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

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

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

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

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

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

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

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

La sumatoria del monto de emisión de las Obligaciones Negociables Clase XX y XXI no podía superar el monto total máximo (\$40 millones). Sin perjuicio de ello, el monto total máximo podía ser reducido o ampliado hasta el monto total autorizado, el cual ascendía a \$300 millones y este no podía excederse en ningún momento. Cada una de las clases de las

Obligaciones Negociables podía ser emitida por un monto nominal mayor o menor a \$20, sin superar el monto total autorizado.

La Clase XX con vencimiento a los 9 meses, devengan un interés a una tasa fija determinada en el proceso de licitación. La amortización del capital se efectuará en un solo pago a la fecha de vencimiento.

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

Las Obligaciones Negociables Clase XX fueron emitidas por \$69.100.000 con vencimiento el 24 de enero de 2016. Las obligaciones devengarán una tasa de interés fija nominal anual de 27.50%.

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

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

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

La Clase XXI con vencimiento a los 18 meses, devengan un interés a una tasa mixta conforme se describe a continuación: (i) desde la fecha de emisión y liquidación hasta el vencimiento del doceavo mes (inclusive) devengan intereses a una tasa fija licitada en la colocación y (ii) desde el inicio del décimo tercer mes hasta la fecha de vencimiento devengan intereses a una tasa variable determinada por la suma de la tasa de referencia (Badlar Privada) más 500 puntos básicos.

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

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

Las Obligaciones Negociables Clase XXI fueron emitidas por \$85.500.000 con vencimiento el 24 de octubre de 2016. El tramo a tasa fija de las obligaciones devengarán una tasa de interés fija nominal anual del 28.50% y el tramo variable a un tasa de interés variable nominal anual que será igual a una tasa de referencia (Badlar privada) más 500 puntos básicos.

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

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

El monto de emisión de las Obligaciones Negociables Clase XXII es por hasta un valor nominal de \$20 millones, ampliable a \$300 millones.

La Clase XXII es a un plazo de 18 meses y devenga un interés a una tasa mixta conforme se describe a continuación: (i) desde la fecha de emisión y liquidación hasta el vencimiento del sexto mes (inclusive) devengan intereses a una tasa fija licitada previo a la fecha de emisión y liquidación y (ii) desde el inicio del séptimo mes hasta la fecha de vencimiento devenga intereses a una tasa variables determinada por la suma de la tasa de referencia (Badlar Privada) más 500 puntos básicos.

El capital se amortiza en un solo pago a la fecha de vencimiento.

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

Las Obligaciones Negociables Clase XXI fueron emitidas el 30/07/2015 por \$126.666.666 con vencimiento el 30 de enero de 2017. El tramo a tasa fija de las obligaciones devengan una tasa de interés fija nominal anual del 29% y el tramo variable a un tasa de interés variable nominal anual igual a la tasa Badlar privada más 500 puntos básicos.

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

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

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

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

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

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

Las Obligaciones Negociables Clase XXIII fueron emitidas el 16/11/2015 por \$184.000.000 con vencimiento el 16 de mayo de 2017. Las obligaciones devengarán una tasa de interés variable nominal anual que será igual a una tasa de referencia (Badlar privada) más 600 puntos básicos.

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

Las Obligaciones Negociables 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.

La Clase XXVI tendrá vencimiento a los 18 meses desde la fecha de emisión, y devengarán un interés a una tasa de interés variable, que será la suma de la tasa de referencia de la Clase XXIII (Badlar Privada), más un margen de corte a ser determinado una vez finalizado el período de licitación y antes de la fecha de emisión y liquidación.

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

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

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 antes señaladas 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.

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

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, 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 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 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. En última instancia, 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 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 afirmo una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" 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 contactos. 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 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. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 70.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 1.000 y USD 150.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de 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 FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.