

Tarshop S.A.

Informe Integral

Calificaciones

Nacional

Obligaciones Negociables Clase II	A+(arg)
Obligaciones Negociables Clase IV	A+(arg)
Obligaciones Negociables Clase V	A+(arg)
Obligaciones Negociables Clase VII	A+(arg)
Obligaciones Negociables Clase VIII	A+(arg)
Obligaciones Negociables Clase IX	A+(arg)
Obligaciones Negociables Clase X	A+(arg)
Obligaciones Negociables Clase XI	A+(arg)
Obligaciones Negociables Clase XIII	A+(arg)
Obligaciones Negociables Clase XV	A+(arg)
Obligaciones Negociables Clase XVI	A+(arg)

Calificación Nacional de Largo Plazo Estable

Resumen Financiero

Miles	31/12/2017	31/12/2016
Activos (USD)	314.354	337.022
Activos (Pesos)	5.901.744	5.341.872
Patrimonio Neto (Pesos)	424.696	469.320
Resultado Neto (Pesos)	-44.625	-4.090
ROA (%)	-0,78	-0,09
ROE (%)	-10,17	-1,27
PN / Activos (%)	7,2	8,8

Tipo de cambio de referencia del BCRA, 12/2017=9,7742 y 12/2016=15,8502

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

Analista Secundaria

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

Responsable del Sector

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

Perfil

Tarshop S.A. (TS) es una entidad no bancaria que se dedica a la comercialización de productos de financiamiento al consumo. Su capital accionario es un 80% propiedad de Banco Hipotecario S.A. (BH) 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 su accionista: La calificación de TS se sustenta en la capacidad y predisposición de soporte de los accionistas. FIX considera como estratégicamente importante a Tarshop S.A. De acuerdo al criterio de calificación para entidades financieras, la evaluación del soporte institucional para aquellas subsidiarias estratégicamente importantes, pueden diferenciarse hasta dos notches (escalones) respecto de su accionista mayoritario. En este sentido, la calificación de TS se diferencia dos notches respecto de la calificación de largo plazo de BH ('AA(arg)') y refleja la alta dependencia al soporte del Grupo al que pertenece, para la viabilidad de su negocio en comparación a otras entidades financieras no bancarias también calificadas por soporte y consideradas estratégicamente importantes para sus accionistas.

Alta dependencia del Grupo: El magro desempeño de la entidad erosionó su posición patrimonial, por lo que TS depende del Grupo al que pertenece para fundear sus necesidades de capital. A dic'17, más del 30% de la deuda financiera provenía de entidades vinculadas, que se suma a los aportes irrevocables de capital por \$355 millones entre 2015 y 2016, los cuales fueron capitalizados en su totalidad.

Muy baja capitalización: A dic'17 el capital tangible representaba el 2,84% de los activos tangibles y el apalancamiento ascendía a 12,9 veces el patrimonio. Dada la dificultad para generar resultados positivos, Fix estima que TS continuará operando con niveles de apalancamiento muy por encima de la media del mercado de entidades financieras no bancarias.

Persistencia del déficit operativo: La tendencia del resultado operativo aún registra una marcada volatilidad producto del incremento de la morosidad que impacta sobre el costo económico de la cartera y continúa presionando sobre el flujo de ingresos de la compañía a pesar de observarse una mejora en el margen por intereses y por servicios. Estos factores aún afectan negativamente la recuperación en el resultado operativo de TS, que se ubica muy por debajo del escenario base de resultados positivos para el ejercicio 2017. FIX estima que le llevara tiempo estabilizar su desempeño ajustado a riesgo y la calidad crediticia de su cartera.

Deterioro de la calidad de activos: La calidad de los activos se ha deteriorado, registrando una desacoplada relación riesgo retorno que no es acorde al modelo de negocio que explota, orientado a personas con relativo alto riesgo de incobrabilidad. A dic'17 la cartera con mora mayor a 90 días representase el 17,0% de las financiaciones promedio (11,6% dic'16).

Sensibilidad de la calificación

Soporte: Una disminución en la calidad crediticia de su principal accionista y/o un cambio en su visión estratégica respecto de TS, provocaría una baja en las calificaciones.

Desempeño: Una recuperación sostenida en su generación de resultados a mediano plazo, podría llevar a una mejora en las calificaciones de la compañía.

Perfil

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

La calificación de TS se fundamenta en la disposición y capacidad de su accionista mayoritario para brindar soporte a la subsidiaria. En este sentido, FIX 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. Cabe recordar que BH consolida la operatoria de TS dentro de sus estados financieros consolidados que reporta ante el BCRA, por lo que responde con su capital ante las exposiciones a riesgos consolidados de BH y TS.

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

TS cuenta con una red de 24 sucursales distribuidas en los centros comerciales de IRSA PC, la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, en el GBA y en el interior del país; y un plantel de 616 empleados a Dic'17.

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

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

Desempeño

Entorno Operativo

Para 2018, FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO “afiliada de Fitch Ratings”, en adelante FIX o la Calificadora, estima una consolidación del proceso de crecimiento de la actividad económica que continuará impulsando la demanda crediticia. En este contexto, la performance de la actividad se verá condicionada tanto por factores endógenos – tales como la evolución de las cuentas fiscales y las tasas de interés –, como por componentes exógenos – vinculados a la situación de Brasil, la tendencia del precio de los commodities y las posibles variaciones en las tasas de interés internacionales, dado el cambio de autoridades de la Reserva Federal.

Actualmente, las entidades financieras enfrentan el desafío de mejorar sus niveles de eficiencia, deteriorados por altos costos de estructura impulsados por elevados índices inflacionarios, en el contexto de una caída de las tasas de interés de referencia que podría presionar sus márgenes. Respecto de la calidad de cartera, si bien la morosidad puede aumentar, se considera que la mora del sistema es baja y que las entidades en general mantienen adecuados niveles de provisionamiento. Por lo tanto, no se esperan problemas significativos a pesar de algunos cambios en los precios relativos.

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

Desempeño de la entidad

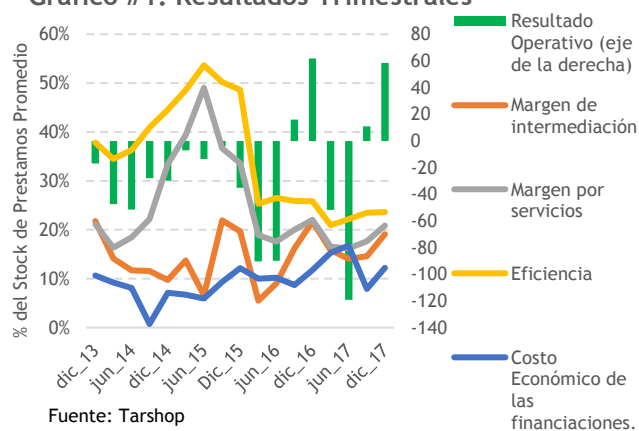
Magro desempeño. Mejora en el margen

(%)	2017	2016	2015	2014
Ingresos Netos por Intereses/ Activos Rentables Prom.	17,48	13,08	14,13	13,19
Gastos de Administración / Total de Ingresos	66,90	77,70	90,90	113,73
Cargos por Incobrabilidad / Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad	116,42	137,30	176,61	(134,08)
Resultado Operativo / Activos Prom.	(1,77)	(2,35)	(2,84)	(10,21)
Resultado operativo / Activos Ponderados por Riesgo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Resultado Neto / Patrimonio Neto Prom.	(10,17)	(1,27)	(34,99)	(73,54)

Fuente: Tarshop S.A.

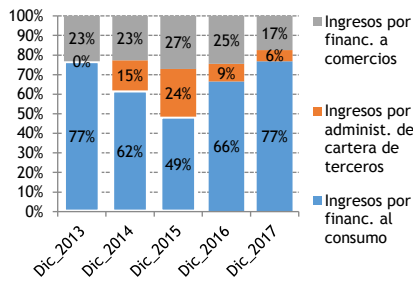
En 2017, TS acumuló pérdidas antes de impuestos por \$85,6 millones (20% del patrimonio de dic'17), sin embargo, el resultado final fue algo menor (\$44,6 millones) como consecuencia de la diferencia entre el impuesto a las ganancias cargado a resultados y el impuesto que corresponde al aplicar la tasa del 30% a la utilidad contable. Asimismo, cabe mencionar que el resultado contempla una pérdida extraordinaria de \$43 millones por la revaluación del activo diferido a partir de la sanción de la Ley N°27.430, que modificó la alícuota del impuesto a las ganancias a partir del 1° de enero de 2018.

Gráfico #1: Resultados Trimestrales



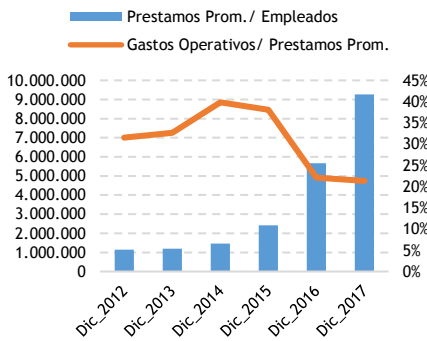
La tendencia del desempeño operativo, aún registra una marcada volatilidad producto del incremento de la morosidad de la cartera de la compañía que impacta sobre el costo económico de la cartera, que continúa presionando sobre el flujo de ingresos de la entidad a pesar de observarse una mejora en el margen por intereses y por

Gráfico #2: Ingresos brutos por tipo de ingresos (acum 12 meses) - Dic'2017



Fuente: Tarshop S.A.

Gráfico #3: Eficiencia



Fuente: Tarshop S.A.

servicios. Estos factores afectan negativamente la tendencia en la recuperación del resultado operativo de TS, que se ubicó muy por debajo del escenario base de resultados positivos esperados por la calificadora para el ejercicio 2017. FIX estima que le llevara algo más de tiempo estabilizar su desempeño ajustado a riesgo y la calidad crediticia de su cartera.

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

La distribución de los productos que ofrece TS requiere de una estructura que le brinde una amplia cobertura geográfica y cercanía a su base de clientes, en este sentido, los costos operativos representan una carga significativa en el flujo de resultados. Sin embargo, el acuerdo con Visa (ver Perfil) y otros cambios organizativos tendientes a aprovechar sinergias operativas con BH, le han permitido reducir el peso de su estructura de costos fijos, aumentar la eficiencia, y crecer en su volumen de negocios (ver Gráfico #3). La consolidación de la mejora en su eficiencia a mediano plazo le permitiría a TS una mayor explotación de economías de escala y mayor rentabilidad sobre su activo.

Los cargos por incobrabilidad netos de recuperos aumentaron 90.9% respecto del año anterior, producto del deterioro en la morosidad de la cartera. En este sentido, el costo económico promedio de su cartera de financiaciones (cargos por incobrabilidad anualizados/ stock prom. de financiaciones) aumentó significativamente en el ejercicio (12,6% a dic'17 vs 9,2% a dic'16), lo que se tradujo en una aún alta presión sobre los resultados de los cargos por provisiones (cargos por incobrabilidad / rdo. operativo antes de cargos a dic'17 116,4%). Para 2018 se espera una recuperación de los indicadores de mora y de la demanda crediticia en general, aunque FIX estima que la recomposición de la calidad de sus activos y reducir el costo económico de su cartera le llevará tiempo a TS.

Administración de riesgos

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

Riesgo de crédito

Adecuada Calidad de Activos

(%)	2017	2016	2015	2014
Crecimiento de Préstamos Brutos (Ytd*)	18,23	64,41	133,49	(5,79)
Préstamos Irregulares / Préstamos Brutos	16,98	11,61	11,21	17,58
Provisiones / Total de Financiaciones	16,09	10,08	6,43	11,57
Préstamos Irregulares Netos de Provisiones / Patrimonio Neto	12,81	16,48	69,80	44,58
Cargos por Incob. / Préstamos Brutos Prom.	12,60	9,23	7,24	6,42

Préstamos dados de baja en el período / Préstamos Brutos (Promedio) 3,74 0,91 3,56 1,12

*Ytd: Year-to-date

Fuente: Tarshop S.A.

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

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

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

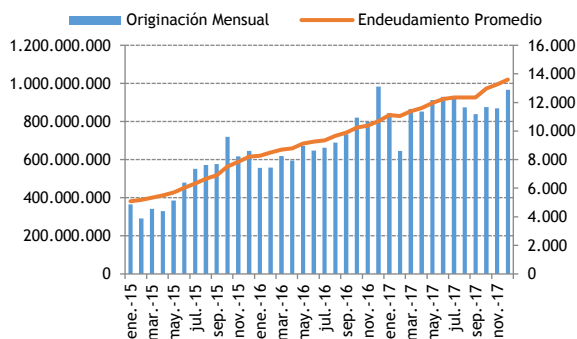
A dic'17 el stock de financiaciones brutas alcanzó los \$6.051,1 millones, lo que representa un incremento del 18.2% respecto del año anterior como consecuencia de la marcada recuperación de la demanda de crédito durante el último año (fundamentalmente de las compras con tarjeta de crédito y préstamos personales) y la actualización del endeudamiento promedio (véase gráfico #4). La colocación promedio de financiaciones del último año se compone de un 79% de operaciones de tarjeta de crédito, un 15% de adelantos en efectivo y un 6% de primera operación.

La calidad de los activos en balance de TS se ha deteriorado en el último tiempo, registrando una desacoplada relación riesgo retorno, que no es acorde al modelo de negocio que explota, orientado a personas con relativo alto riesgo de incobrabilidad. La morosidad de la cartera de TS aumentó durante 2017 (+74.4% anual) por un incremento en la mora temprana (tramos entre 60 a 180 días de mora), que resultaron a dic'17 en que la cartera con mora mayor a 90 días representase el 17,0% de las financiaciones promedio (11,6% dic'16).

Los castigos de cartera netos anualizados aumentaron, aunque se conservan en niveles razonables (3,74% del total de financiaciones promedio). Asimismo, es parte de la política de la compañía de vender parte de cartera irrecuperable (totalmente provisionada) y sacarla de balance.

A dic'17 las provisiones representaban un razonable 16,1% del total de financiaciones promedios del ejercicio, lo cual ofrece una cobertura del 94,7% de la cartera con mora superior a 90 días, y expone

Gráfico #4: Originación Mensual



Fuente: Tarshop S.A.

el 12,8% patrimonio a potenciales pérdidas por riesgo de crédito no cubierto, que se estima elevada si se considera el aún elevado apalancamiento de la compañía.

TS presenta una acotada exposición a transacciones con entidades relacionadas. A dic'17 la exposición del activo a empresas vinculadas representaba el 16% del patrimonio.

Riesgo de mercado

TS no presenta inversiones en el balance con motivo transaccional. Dentro del activo conservaba a dic'17 \$90.3 millones en depósitos a plazo fijo, y \$26 millones en títulos públicos del Tesoro Nacional que corresponden a fondos de garantía de los fideicomisos financieros y con el Banco Hipotecario.

El riesgo de tasa es relativamente más alto al de otras entidades financieras, aunque moderado por algunos factores. La exposición al riesgo de tasa de interés de TS deriva de su fondeo en parte a tasa variable (80% del fondeo) y sus financiaciones a tasa fija o ventas con tarjetas de crédito que no devengan tasa de interés. Este riesgo se encuentra parcialmente mitigado por algunos factores como: i) la corta duración promedio de la cartera (el 43% de la cartera vencen dentro de 90 días) que le permite una rápida rotación del activo, y ii) a que los valores de deuda fiduciaria si bien son a tasas variable mantienen toques máximos y mínimos, lo que limita la volatilidad de la tasa pasiva.

Cabe mencionar que con la Comunicación "A" 6277 del BCRA (del 14/07/17) eliminó el tope del 25% para originar préstamos personales a empresas de servicios complementarios de la actividad financiera, establecido originalmente por la Comunicación "A" 5700 del BCRA. Este cambio permite a sociedades como TS componer libremente su portafolio de productos sin las restricciones antes comentadas, permitiendo una mayor flexibilidad a este tipo de compañías para administrar su riesgo de tasa, principalmente para la fijación de su tasa activa.

Finalmente, la exposición a variaciones en el tipo de cambio es mínima, sin un potencial impacto sobre su patrimonio. A dic'17 la empresa conservaba una posición activa neta en moneda extranjera equivalente a \$ 702 miles.

Fuentes de fondos y capital

Fondeo y liquidez

Producto del magro desempeño de la entidad en los últimos tres años y la persistente erosión de su patrimonio, TS registra una alta dependencia del Grupo Económico al que pertenece para fondear sus necesidades de capital. Si bien, esta dependencia es aún elevada (aproximadamente 31% de la deuda financiera proviene del Grupo Económico al que pertenece), la entidad ha registrado un paulatino aumento al fondeo de terceros. Este proceso también está ligado a un progresivo incremento de la emisión de obligaciones negociables (véase gráfico #6), aunque el fondeo mediante cesión de flujo en fideicomisos financieros aún es significativo para la operatoria de la entidad.

Grafico #6: Fondeo - Jun'2017

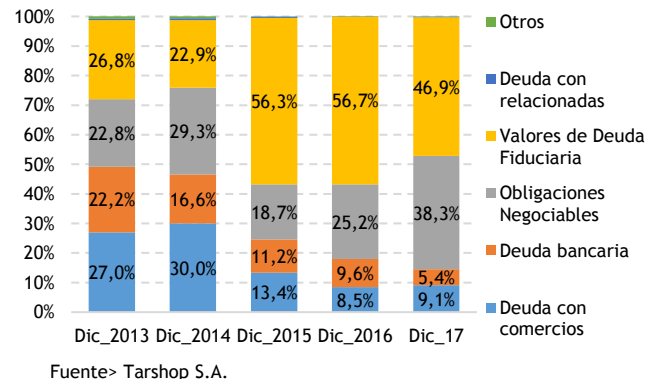
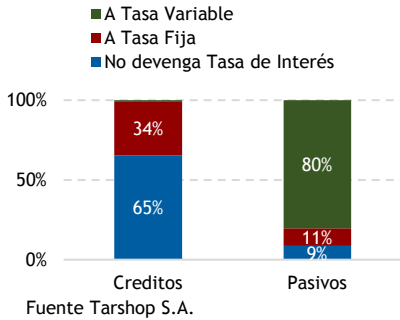


Grafico #5: Riesgo de tasa Dic-17



El riesgo de liquidez es mitigado por la corta duración de la cartera, la completa disposición de la línea de financiamiento que le provee su accionista y el soporte del grupo económico al que pertenece. Los activos corrientes representan 1,03 veces los pasivos corrientes.

Capital

Baja Capitalización

(%)	2017	2016	2015	2014
Capital Tangible / Activos Tangibles	2,84	5,72	3,98	6,21
Patrimonio Neto / Activos	7,20	8,79	6,73	12,21
Resultado Neto - Dividendos pagados / Total del Patrimonio Neto	(10,51)	(0,87)	(31,49)	(58,84)

Fuente: Tarshop S.A.

La capitalización de TS es muy baja. A Dic'17 el capital tangible representaba el 2,84% de los activos tangibles y el apalancamiento ascendía a 12,9 veces el patrimonio. Producto de la débil situación patrimonial de TS, sus accionistas realizaron aportes de capital irrevocable por \$355 millones (en proporción a sus tenencias accionarias) entre 2015 y 2016, que le permitió ampliar las disponibilidades de caja a la operatoria de la compañía. Dada la dificultad de la entidad para estabilizar sus resultados en adecuados niveles que le permitan alimentar su posición de capitales, Fix estima que TS continuará operando con niveles de apalancamiento muy por encima de la media del mercado de entidades financieras no bancarias.

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

Anexo I

Tarshop S.A. Estado de Resultados

	31 dic 2017		31 dic 2016		31 dic 2015		31 dic 2014		31 dic 2013	
	Anual ARS miles Original	Como % de Activos Rentables	Anual ARS miles Original	Como % de Activos Rentables	Anual ARS miles Original	Como % de Activos Rentables	Anual ARS miles Original	Como % de Activos Rentables	Anual ARS miles Original	Como % de Activos Rentables
1. Intereses por Financiaciones	2.005.368,8	38,61	1.573.875,3	33,16	535.801,2	18,11	376.092,3	31,32	336.252,9	26,02
2. Otros Intereses Cobrados	46.666,1	0,90	50.403,6	1,06	79.989,2	2,70	70.518,2	5,87	46.074,0	3,57
3. Ingresos por Dividendos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
4. Ingresos Brutos por Intereses	2.052.034,9	39,51	1.624.278,8	34,22	615.790,4	20,81	446.610,5	37,19	382.326,8	29,59
5. Intereses por depósitos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
6. Otros Intereses Pagados	1.172.562,1	22,58	1.122.585,6	23,65	365.923,0	12,37	279.529,1	23,28	159.856,5	12,37
7. Total Intereses Pagados	1.172.562,1	22,58	1.122.585,6	23,65	365.923,0	12,37	279.529,1	23,28	159.856,5	12,37
8. Ingresos Netos por Intereses	879.472,9	16,93	501.693,2	10,57	249.867,5	8,44	167.081,4	13,91	222.470,3	17,22
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	986.966,2	19,00	702.786,5	14,81	602.935,6	20,38	314.576,5	26,19	272.975,8	21,12
14. Otros Ingresos Operacionales	138,5	0,00	26.101,7	0,55	4.654,1	0,16	4.817,3	0,40	9.469,5	0,73
15. Ingresos Operativos (excl. intereses)	987.104,7	19,01	728.888,2	15,36	607.589,7	20,53	319.393,8	26,59	282.445,4	21,86
16. Gastos de Personal	445.455,8	8,58	371.245,1	7,82	368.849,4	12,47	278.744,6	23,21	194.918,9	15,08
17. Otros Gastos Administrativos	803.329,9	15,47	584.920,3	12,32	410.555,3	13,87	274.537,6	22,86	210.725,2	16,31
18. Total Gastos de Administración	1.248.785,7	24,04	956.165,4	20,14	779.404,7	26,34	553.282,2	46,07	405.644,1	31,39
19. Resultado por participaciones - Operativos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
20. Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad	617.791,9	11,89	274.416,0	5,78	78.052,5	2,64	(66.807,0)	(5,56)	99.271,6	7,68
21. Cargos por Incobrabilidad	719.226,8	13,85	376.777,8	7,94	137.850,1	4,66	89.572,6	7,46	105.605,8	8,17
22. Cargos por Otras Previsiones	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
23. Resultado Operativo	(101.434,9)	(1,95)	(102.361,8)	(2,16)	(59.797,6)	(2,02)	(156.379,6)	(13,02)	(6.334,3)	(0,49)
24. Resultado por participaciones - No Operativos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
25. Ingresos No Recurrentes	16.789,6	0,32	24.097,5	0,51	6.606,0	0,22	4.234,6	0,35	1.968,5	0,15
26. Egresos No Recurrentes	904,7	0,02	368,7	0,01	1.578,3	0,05	2.319,7	0,19	1.632,0	0,13
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	(85.550,0)	(1,65)	(78.633,1)	(1,66)	(54.769,8)	(1,85)	(154.464,7)	(12,86)	(5.997,7)	(0,46)
30. Impuesto a las Ganancias	-40.925,2	-0,79	-74.543,3	-1,57	15.583,4	0,53	-43.401,7	-3,61	1.619,1	0,13
31. Ganancia/Pérdida de Operaciones discontinuadas	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
32. Resultado Neto	(44.624,8)	(0,86)	(4.089,8)	(0,09)	(70.353,2)	(2,38)	(111.063,0)	(9,25)	(7.616,8)	(0,59)
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	(44.624,8)	(0,86)	(4.089,8)	(0,09)	(70.353,2)	(2,38)	(111.063,0)	(9,25)	(7.616,8)	(0,59)
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	-44.624,8	-0,86	-4.089,8	-0,09	-70.353,2	-2,38	-111.063,0	-9,25	-7.616,8	-0,59
40. Memo: Dividendos relacionados al periodo	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
41. Memo: Dividendos de Acciones Preferidas del Periodo	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-

Tarshop S.A.

Estado de Situación Patrimonial

	31 dic 2017		31 dic 2016		31 dic 2015		31 dic 2014		31 dic 2013	
	Anual ARS miles Original	Como % de Activos	Anual ARS miles Original	Como % de Activos	Anual ARS miles Original	Como % de Activos	Anual ARS mill Original	Como % de Activos	Anual ARS mill Original	Como % de Activos
Activos										
A. Préstamos										
1. Préstamos Hipotecarios	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
2. Otros Préstamos Hipotecarios	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
3. Préstamos de Consumo	5.936.604,5	100,59	5.008.388,8	93,76	3.008.857,9	90,69	1.269.898,4	82,17	1.367.468,7	91,67
4. Préstamos Comerciales	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
5. Otros Préstamos	114.448,8	1,94	109.743,0	2,05	104.108,9	3,14	63.324,9	4,10	47.633,4	3,19
6. Previsiones por riesgo de incobrabilidad	974.433,4	16,51	509.049,9	9,53	209.484,0	6,31	161.752,4	10,47	127.254,3	8,53
7. Préstamos Netos de Previsiones	5.076.619,9	86,02	4.609.081,9	86,28	2.903.482,8	87,52	1.171.470,9	75,80	1.287.847,7	86,34
8. Préstamos Brutos	6.051.053,3	102,53	5.118.131,8	95,81	3.112.966,8	93,83	1.333.223,3	86,26	1.415.102,0	94,87
9. Memo: Financiaciones en Situación Irregular	1.028.840,1	17,43	586.407,4	10,98	365.422,2	11,01	245.901,0	15,91	124.243,0	8,33
10. Memo: Préstamos a Valor Razonable	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
B. Otros Activos Rentables										
1. Depósitos en Bancos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
2. Operaciones de Pase y Colaterales en Efectivo	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
3. Títulos Valores para Compraventa o Intermediación	26.273,5	0,45	15.991,1	0,30	4.946,8	0,15	17.699,4	1,15	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	90.884,0	1,54	121.499,6	2,27	50.563,2	1,52	11.786,7	0,76	4.429,2	0,30
6. Inversiones en Sociedades	12,5	0,00	12,5	0,00	12,5	0,00	12,5	0,00	12,5	0,00
7. Otras inversiones	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
8. Total de Títulos Valores	117.170,0	1,99	137.503,2	2,57	55.522,5	1,67	29.498,7	1,91	4.441,7	0,30
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	5.193.789,9	88,00	4.746.585,0	88,86	2.959.005,3	89,19	1.200.969,6	77,71	1.292.289,3	86,63
C. Activos No Rentables										
1. Disponibilidades	213.069,3	3,61	215.093,2	4,03	121.743,7	3,67	99.544,3	6,44	60.818,4	4,08
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	30.788,4	0,52	29.629,9	0,55	24.394,7	0,74	19.118,2	1,24	14.649,2	0,98
5. Llave de Negocio	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
6. Otros Activos Intangibles	6.418,5	0,11	7.255,9	0,14	8.960,3	0,27	5.174,5	0,33	7.391,3	0,50
7. Créditos Impositivos Corrientes	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
8. Impuestos Diferidos	258.165,6	4,37	166.209,5	3,11	86.251,6	2,60	93.728,2	6,06	49.566,4	3,32
9. Operaciones Discontinuas	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
10. Otros Activos	199.512,1	3,38	177.098,8	3,32	117.280,6	3,54	127.003,4	8,22	66.951,9	4,49
11. Total de Activos	5.901.743,8	100,00	5.341.872,3	100,00	3.317.636,2	100,00	1.545.538,2	100,00	1.491.666,5	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	286.478,3	4,85	452.405,4	8,47	324.218,6	9,77	209.927,9	13,58	232.796,8	15,61
6. Operaciones de Pase y Colaterales en Efectivo	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
7. Otros Depósitos y Fondos de Corto Plazo	3.953.465,2	66,99	3.609.883,7	67,58	1.981.846,8	59,74	985.520,1	63,77	832.183,1	55,79
8. Total de Depósitos, Préstamos a Entidades Financieras y Fondos	4.239.943,5	71,84	4.062.289,2	76,05	2.306.065,4	69,51	1.195.448,0	77,35	1.064.979,9	71,40
9. Pasivos Financieros de Largo Plazo	1.039.507,3	17,61	672.901,6	12,60	600.937,0	18,11	85.478,0	5,53	130.311,5	8,74
10. Deuda Subordinada	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
11. Otras Fuentes de Fondo	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	2.747,0	0,18	48.496,5	3,25
12. Total de Fondos de Largo plazo	1.039.507,3	17,61	672.901,6	12,60	600.937,0	18,11	88.225,1	5,71	178.808,0	11,99
12. Derivados	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
14. Otros Pasivos por Intermediación Financiera	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
15. Total de Pasivos Onerosos	5.279.450,7	89,46	4.735.190,7	88,64	2.907.002,4	87,62	1.283.673,0	83,06	1.243.787,9	83,38
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	60.225,6	1,02	45.999,0	0,86	40.094,4	1,21	28.977,9	1,87	23.506,0	1,58
4. Pasivos Impositivos corrientes	117.721,4	1,99	78.203,6	1,46	63.332,2	1,91	29.954,4	1,94	25.150,7	1,69
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	19.650,4	0,33	13.158,7	0,25	83.797,0	2,53	14.169,5	0,92	9.395,6	0,63
10. Total de Pasivos	5.477.048,2	92,80	4.872.552,0	91,21	3.094.226,1	93,27	1.356.774,8	87,79	1.301.840,1	87,27
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	424.695,6	7,20	469.320,4	8,79	223.410,2	6,73	188.763,4	12,21	189.826,4	12,73
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	424.695,6	7,20	469.320,4	8,79	223.410,2	6,73	188.763,4	12,21	189.826,4	12,73
7. Total de Pasivos y Patrimonio Neto	5.901.743,8	100,00	5.341.872,3	100,00	3.317.636,2	100,00	1.545.538,2	100,00	1.491.666,5	100,00
8. Memo: Capital Ajustado	160.111,5	2,71	295.855,0	5,54	128.198,2	3,86	89.860,8	5,81	132.868,7	8,91
9. Memo: Capital Elegible	160.111,5	2,71	295.855,0	5,54	128.198,2	3,86	89.860,8	5,81	132.868,7	8,91

Tarshop S.A. Ratios

	31 dic 2017	31 dic 2016	31 dic 2015	31 dic 2014	31 dic 2013
	Anual	Anual	Anual	Anual	Anual
A. Ratios de Rentabilidad - Intereses					
1. Intereses por Financiaciones / Préstamos brutos (Promedio)	35,14	38,56	28,16	26,97	27,53
2. Intereses Pagados por Depósitos / Depósitos (Promedio)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3. Ingresos por Intereses / Activos Rentables (Promedio)	40,78	42,36	34,83	35,26	34,31
4. Intereses Pagados / Pasivos Onerosos (Promedio)	22,88	28,84	20,67	21,24	15,51
5. Ingresos Netos Por Intereses / Activos Rentables (Promedio)	17,48	13,08	14,13	13,19	19,96
6. Ingresos Netos por Intereses menos Cargos por Incobrabilidad / Activos Rentables (Promedio)	3,18	3,26	6,34	6,12	10,49
7. Ingresos netos por Intereses menos Dividendos de Acciones Preferidas / Activos Rentables (Promedio)	17,48	13,08	14,13	13,19	19,96
B. Otros Ratios de Rentabilidad Operativa					
1. Ingresos no financieros / Total de Ingresos	52,88	59,23	70,86	65,65	55,94
2. Gastos de Administración / Total de Ingresos	66,90	77,70	90,90	113,73	80,34
3. Gastos de Administración / Activos (Promedio)	21,80	21,93	37,03	36,12	31,63
4. Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad / Patrimonio Neto (Promedio)	140,80	85,51	38,82	(44,24)	49,82
5. Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad / Activos (Promedio)	10,78	6,29	3,71	(4,36)	7,74
6. Cargos por Incobrabilidad / Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad	116,42	137,30	176,61	(134,08)	106,38
7. Resultado Operativo / Patrimonio Neto (Promedio)	(23,12)	(31,90)	(29,74)	(103,55)	(3,18)
8. Resultado Operativo / Activos (Promedio)	(1,77)	(2,35)	(2,84)	(10,21)	(0,49)
9. Impuesto a las Ganancias / Resultado Antes de Impuestos	47,84	94,80	(28,45)	28,10	(27,00)
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)	(10,17)	(1,27)	(34,99)	(73,54)	(3,82)
2. Resultado Neto / Activos (Promedio)	(0,78)	(0,09)	(3,34)	(7,25)	(0,59)
3. Resultado Neto Ajustado / Patrimonio Neto (Promedio)	(10,17)	(1,27)	(34,99)	(73,54)	(3,82)
4. Resultado Neto Ajustado / Total de Activos Promedio	(0,78)	(0,09)	(3,34)	(7,25)	(0,59)
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	2,84	5,72	3,98	6,21	9,26
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	7,20	8,79	6,73	12,21	12,73
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	(10,51)	(0,87)	(31,49)	(58,84)	(4,01)
E. Ratios de Calidad de Activos					
1. Crecimiento del Total de Activos	10,48	61,01	114,66	3,61	27,87
2. Crecimiento de los Préstamos Brutos	18,23	64,41	133,49	(5,79)	23,81
3. Préstamos Irregulares / Total de Financiaciones	16,98	11,61	11,21	17,58	20,36
4. Provisiones / Total de Financiaciones	16,09	10,08	6,43	11,57	8,13
5. Provisiones / Préstamos Irregulares	94,71	86,81	57,33	65,78	102,42
6. Préstamos Irregulares Netos de Provisiones / Patrimonio Neto	12,81	16,48	69,80	44,58	(1,59)
7. Cargos por Incobrabilidad / Total de Financiaciones (Promedio)	12,60	9,23	7,24	6,42	8,64
8. Préstamos dados de baja en el periodo / Préstamos Brutos (Promedio)	3,74	0,91	3,56	1,12	7,04
9. Préstamos Irregulares + Bienes Diversos / Préstamos Brutos + Bienes Diversos	16,98	11,61	11,21	17,58	7,94
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. 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 12 de marzo de 2018, **confirmó*** las siguientes calificaciones de Tarshop S.A.:

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

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

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

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

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

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

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

-Obligaciones Negociables Clase XI por un valor nominal de \$ 20 millones (ampliable a \$ 500 millones): **A+(arg)** Perspectiva **Estable**.

-Obligaciones Negociables Clase XIII por un valor nominal de \$ 20 millones (ampliable a \$ 500 millones): **A+(arg)** Perspectiva **Estable**.

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

-Obligaciones Negociables Clase XV por un valor nominal de \$ 20 millones (ampliable a \$ 500 millones): **A+(arg)** Perspectiva **Estable**.

-Obligaciones Negociables Clase XVI por un valor nominal de \$ 20 millones (ampliable a \$ 500 millones): **A+(arg)** Perspectiva **Estable**.

La calificador de TS se sustenta en la capacidad y predisposición de soporte de los accionistas. FIX considera como estratégicamente importante a Tarshop S.A. De acuerdo al criterio de calificación para entidades financieras, la evaluación del soporte institucional para aquellas subsidiarias estratégicamente importantes, pueden diferenciarse hasta dos notches (escalones) respecto de su accionista mayoritario. En este sentido, la calificación de TS se diferencia dos notches respecto de la calificación de largo plazo de BH ('AA(arg)') y refleja la alta dependencia al soporte del Grupo al que pertenece para la viabilidad de su negocio en relación a otras entidades financieras no bancarias también calificadas por soporte y consideradas estratégicamente importantes para sus accionistas.

Categoría A(arg): implica 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.

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 31.12.2017, con opinión sin salvedades por Price Waterhouse & Co. S.R.L. y Abelovich, Polano & Asociados S.R.L.

(*) Siempre que se confirma una calificación, la calificación anterior es igual a la que se publica en el presente dictamen.

Fuentes de información

La información suministrada para el análisis se considera adecuada y suficiente.

La presente calificación se determinó en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por el emisor de carácter privado y la siguiente información pública:

- Estados contables auditados (último 31.12.2017), disponibles en www.cnv.gob.ar.
- Prospectos de emisión de Obligaciones Negociables, disponible en www.cnv.gob.ar.

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

- Suplemento de Precios Preliminar de Obligaciones Negociables Clase XV y Clase XVI provisto por el emisor el 26/01/2018

Anexo III

Descripción de las emisiones

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Las Obligaciones Negociables Clase IX tienen un plazo de 18 meses contados desde la fecha de emisión y liquidación, y devengan un interés nominal anual a una tasa variable, compuesta por la suma de la tasa de referencia de la Clase IX (Badlar Privada), más el margen de corte de la Clase IX, licitado en el período de colocación, estableciéndose que para el primer período de devengamiento de intereses (primer trimestre), la tasa de interés tendrá un mínimo de 24,25% nominal anual.

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

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

Las Obligaciones Negociables Clase IX fueron emitidas el 20/04/2017 por \$288.444.445 con vencimiento el 20 de octubre de 2018. Las obligaciones devengarán una tasa de interés variable nominal anual que será igual a una tasa de referencia (Badlar privada) más 400 puntos básicos.

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

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

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

Las Obligaciones Negociables Clase X tienen un plazo de 30 meses contados desde la fecha de emisión y liquidación, y devengan un interés nominal anual a una tasa variable, compuesta por la suma de la tasa de referencia de la Clase X (Badlar Privada), más el margen de corte de la Clase X, licitado en el período de colocación, estableciéndose que para los dos primeros períodos de devengamiento de intereses (primeros dos trimestres), la tasa de Interés tendrá un mínimo de 24,25% nominal anual.

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

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

Las Obligaciones Negociables Clase X fueron emitidas el 20/04/2017 por \$211.555.555 con vencimiento el 20 de octubre de 2019. Las obligaciones devengarán una tasa de interés variable nominal anual que será igual a una tasa de referencia (Badlar privada) más 474 puntos básicos.

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

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

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

Las Obligaciones Negociables Clase XI tienen un plazo de 18 meses contados desde la fecha de emisión y liquidación, y devengan un interés nominal anual a una tasa variable, compuesta por la suma de la tasa de referencia de la Clase XI (Badlar Privada), más el margen de corte de la Clase XI, licitado en el período de colocación, estableciéndose que para el primer período de devengamiento de intereses (primer trimestre), la tasa de interés tendrá un mínimo de 25,50% nominal anual.

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

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

Las Obligaciones Negociables Clase XI fueron emitidas el 12/07/2017 por \$346.995.624 con vencimiento el 12 de enero de 2019. Las obligaciones devengarán una tasa de interés variable nominal anual que será igual a una tasa de referencia (Badlar privada) más 500 puntos básicos.

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

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

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

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

Las Obligaciones Negociables Clase XIII tienen un plazo de 18 meses contados desde la fecha de emisión y liquidación, y devengan un interés nominal anual a una tasa variable, compuesta por la suma de la tasa de referencia de la Clase XIII (Badlar Privada), más el margen de corte de la Clase XIII, que fue licitado en el período de colocación, estableciéndose que para el primer período de devengamiento de intereses (primer trimestre), la tasa de interés tiene un mínimo de 29% nominal anual.

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

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

Las Obligaciones Negociables Clase XIII fueron emitidas el 10/11/2017 por \$250.000.000 con vencimiento el 10 de mayo de 2019. Las obligaciones devengarán una tasa de interés variable nominal anual que será igual a una tasa de referencia (Badlar privada) más 650 puntos básicos.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Las Obligaciones Negociables Clase XVI tendrán un plazo de 36 meses contados desde la fecha de emisión y liquidación, y devengarán un interés nominal anual a una tasa variable, compuesta por la suma de la tasa de referencia de la Clase XVI (Badlar Privada), más el margen de corte de la Clase XVI, licitado en el período de colocación, estableciéndose que para los primeros dos períodos de devengamiento de intereses (primeros dos trimestres), la tasa de interés podrá tener un mínimo que será informado en un aviso complementario al aviso de suscripción.

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

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

Anexo IV

Glosario

PN: Patrimonio neto.

ROA: Retorno sobre Activo.

ROE: Retorno sobre Patrimonio Neto.

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

Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) –en adelante FIX SCR S.A. o la 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 la calificación.

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

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

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