

Tarshop S.A.

Informe Integral

Calificaciones

Nacional

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

Perspectiva

Calificación Nacional de Largo Plazo Negativa

Resumen Financiero

Miles	30/09/2016	30/09/2015
Activos (USD)	314.393	260.396
Activos (Pesos)	4.798.680	2.452.717
Patrimonio Neto (Pesos)	388.881	223.030
Resultado Neto (Pesos)	-84.529	-18.233
ROA (%)	-2,75	-1,35
ROE (%)	-39,82	-12,47
PN / Activos (%)	8,1	9,1

Tipo de acmbio de referencia del BCRA, 9/2015=5,2633 y 9/2015=9,492

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. y el 20% restante es de IRSA Propiedades Comerciales SA (continuadora por cambio de denominación de Alto Palermo S.A. (APSA) – IRSA PC.

Factores relevantes de la calificación

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

Alta dependencia del Grupo para la viabilidad del negocio: Dado el magro desempeño de la entidad y la persistente erosión de su patrimonio, TS registra una alta dependencia del Grupo Económico al que pertenece para fondear sus necesidades de capital. A sep'16, más del 40% de la deuda financiera provenía de entidades vinculadas, que se suma al reciente aporte irrevocable de capital (24/06/2016). FIX contempla el soporte del accionista en la actual calificación de la entidad, no obstante, un cambio en la visión estratégica de los accionistas respecto de la compañía llevaría a revisar la calificación.

Muy baja capitalización: A sep'16 el capital tangible representaba el 5,19% de los activos tangibles y el apalancamiento ascendía a 11 veces el patrimonio. Producto de la débil situación patrimonial de TS, el 24/06/2016 sus accionistas realizaron nuevos aportes de capital irrevocable por \$250 millones (en proporción a sus tenencias accionarias), que le permite ampliar las disponibilidades de caja de su operatoria.

Mejora la tendencia del déficit operativo: A sep'16 TS acumula pérdidas equivalentes al 37,8% del patrimonio de dic'15. La rentabilidad de TS se ha visto fuertemente impactada por el incremento del costo de fondeo debido a la suba de tasas de interés que afectó negativamente el spread, y el incremento de cargos por incobrabilidad por el aumento en la morosidad. Sin embargo, la tendencia del desempeño de la compañía mejora en el último trimestre, impulsado por una recomposición del margen de intereses, mayores ingresos por servicios y la consolidación en la mejora de su eficiencia. Fix estima que la progresiva mejora en los resultados de TS continuarían consolidándose en 2017.

Adecuada calidad de activos: Al igual que en otras entidades de financiamiento al consumo, la morosidad de la cartera aumentó (8,2% sep'16), aunque se conserva en niveles adecuados.

Sensibilidad de la calificación

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

Desempeño: Una continuidad de su déficit operativo podría llevar a revisar a la baja las calificaciones de la entidad.

Perfil

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

Tarshop S.A. (TS) es una entidad no bancaria que se dedica a la comercialización de productos de financiamiento al consumo a través de sus productos tarjeta de compra y crédito “Tarjeta Shopping” y el otorgamiento de préstamos personales. La línea de préstamos de dinero en efectivo involucra dos modalidades bien diferenciadas: préstamos en sucursales y préstamos en comercios adheridos a la operatoria de financiamiento directo en comercios. Su estrategia está orientada a generar opciones de financiamiento para los sectores socioeconómico 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 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 733 empleados a Oct’16.

En septiembre de 2014, TS celebró un acuerdo con Visa Argentina S.A. para comercializar la tarjeta de crédito Tarjeta Shopping Visa, y durante el segundo trimestre de 2015 la entidad comenzó a emitir las tarjetas Visa y a migrar a la nueva red de aceptación prácticamente la totalidad de su cartera de clientes. Este acuerdo le permitió a la entidad ampliar la red de comercios con la que opera, extendiendo su cobertura geográfica a nivel nacional y permitiéndole 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

Luego del levantamiento del cepo cambiario en diciembre de 2015, el Banco Central fue progresivamente desarticulando regulaciones y restricciones que afectaban el normal funcionamiento del mercado de cambios, que ahora es fluido y transparente. Como resultado, los bancos se vieron beneficiados no sólo por las diferencias de cotización derivadas de la unificación del tipo de cambio, sino también por un mayor volumen de transacciones. También se registró un aumento de los depósitos en dólares del sector privado.

Con respecto a las regulaciones que introducían rigideces a la capacidad de las entidades financieras para generar ganancias, el proceso de normalización iniciado con la eliminación de los límites de tasa que se habían establecido para algunas operaciones de crédito y los depósitos a plazo en la banca minorista, continuó en meses posteriores con medidas tales como la reducción de la tasa de aporte a SEDESA y la gradual flexibilización en materia de

comisiones financieras acordando un ajuste del 20% para los primeros 9 meses de 2016 y su liberación desde septiembre.

Una vez eliminadas las referidas distorsiones, la Autoridad Monetaria se focalizó en las acciones de política monetaria y cambiaria tendientes a inducir una reducción sostenida de la tasa de inflación como objetivo prioritario, implementando un régimen formal de metas de inflación en conjunto con un tipo de cambio flotante y comunicación permanente de las decisiones de política monetaria. En este sentido, luego de reducir fuertemente el ritmo de crecimiento de la base monetaria, tomó como referencia la tasa de LEBAC a 35 días, estableciendo niveles elevados que incentivaron a los bancos a mantener posiciones significativas de tales instrumentos en sus balances, a la vez que ocasionaron una reducción del crédito y de los depósitos del sector privado. Sin embargo, a partir de mayo el Banco Central comenzó a bajar gradualmente dicha tasa en la medida en que percibió el inicio de una tendencia decreciente en la tasa de inflación “core”.

Para el resto de 2016 se prevé que la tasa de crecimiento de los préstamos y depósitos del sector privado aumente gradualmente, a medida que la tasa de LEBAC disminuya. Sin embargo, no se espera que dicho incremento para todo el año 2016 supere la tasa de inflación. Actualmente las entidades financieras enfrentan el desafío de mejorar sus niveles de eficiencia, deteriorados por altos costos de estructura impulsados por elevados índices inflacionarios y no compensados por el incremento de la intermediación financiera. Respecto de la calidad de cartera, si bien la morosidad puede aumentar, se considera que la mora del sistema es hoy baja y que las entidades en general están bien provisionadas. Por lo tanto, no se esperan problemas significativos a pesar de algunos cambios en los precios relativos.

En virtud del actual contexto macroeconómico, FIX estima que a partir de 2017 se producirá un gradual incremento en la actividad crediticia, condicionado tanto por factores endógenos, tales como la evolución de las cuentas fiscales, como exógenos, tales como la situación de Brasil y la evolución del precio de los commodities.

Desempeño de la entidad

Magro desempeño. Mejora en el margen

(%)	Sep'16	2015	2014	2013
Ingresos Netos por Intereses/ Activos Rentables Prom.	10,41	14,13	13,19	19,96
Gastos de Administración / Total de Ingresos	88,19	90,90	113,73	80,34
Cargos por Incobrabilidad / Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad	277,22	176,61	(134,08)	106,38
Resultado Operativo / Activos Prom.	(5,34)	(2,84)	(10,21)	(0,49)
Resultado operativo / Activos Ponderados por Riesgo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Resultado Neto / Patrimonio Neto Prom.	(39,82)	(34,99)	(73,54)	(3,82)

Fuente: Tarshop S.A.

A sep'16 TS acumula pérdidas equivalentes al 37,8% del patrimonio de dic'15. La rentabilidad de TS se ha visto fuertemente impactada por el incremento del costo de fondeo debido a la suba de tasas de interés que afectó negativamente el spread, y el incremento de cargos por incobrabilidad por el aumento en la morosidad. Sin embargo, la tendencia del desempeño de la compañía mejora en el último trimestre (véase Gráfico #1), impulsado por una recomposición del margen de intereses, mayores ingresos por servicios y la consolidación en la mejora de su eficiencia. Fix estima que la progresiva mejora en los resultados de TS continuarían consolidándose en 2017.

Gráfico #1: Resultados Trimestrales

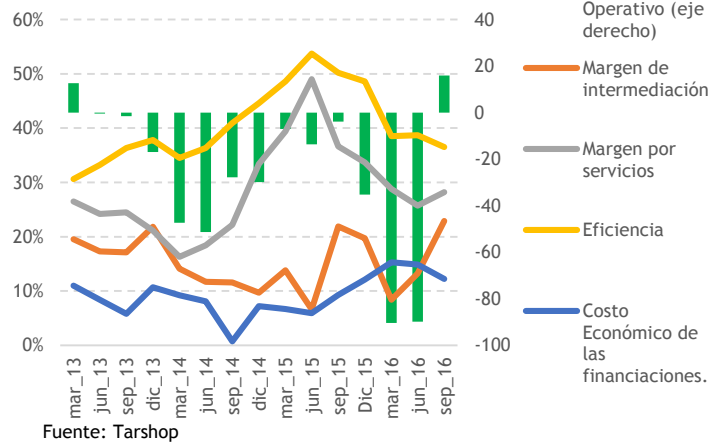
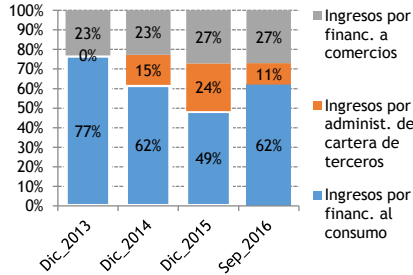
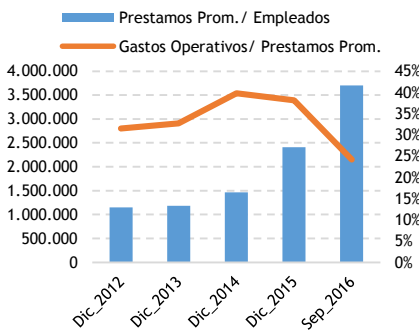


Gráfico #2: Ingresos brutos por tipo de ingresos (acum 12 meses) - Jun'2016



Fuente: Tarshop S.A.

Gráfico #3: Eficiencia



Fuente: Tarshop S.A.

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 préstamos en efectivo. La evolución de los ingresos de TS, al igual que para el resto de las compañías financieras, estará ligada a la recuperación de la demanda de crédito y la adecuada gestión del riesgo de crédito y liquidez.

Dado que el modelo de negocio que explota TS requiere de una estructura que le brinde una amplia cobertura geográfica y cercanía a su base de clientes, los costos operativos representan una carga significativa en el resultado. Sin embargo, el acuerdo con Visa (ver Perfil) y otros cambios organizativos tendientes a aprovechar sinergias operativas con BH, le han permitido reducir el peso de su estructura de costos fijos (los gastos en personal aumentaron sólo 2.2% anual a sep'16), aumentar la eficiencia, y crecer en su volumen de negocios. En este sentido, el crecimiento (26.3% interanual) del total de gastos de administración, estuvo impulsado por el incremento de los costos impositivos (impuestos a los ingresos brutos y a los débitos y créditos, que explican el 62% del crecimiento) y de los honorarios de terceros. La Calificadora espera que la compañía mejore su eficiencia en el mediano plazo a medida que logre una mayor explotación de economías de escala.

Los cargos por incobrabilidad netos de recuperos aumentaron 2,2 veces respecto del año anterior, producto del rápido crecimiento que registra la cartera de financiacines (47% ytd a sep'16) y el marcado incremento en la cartera morosa (186% desde dic'15). En este sentido, el costo económico promedio de su cartera de préstamos (cargos por incobrabilidad anualizados/ stock prom. de financiacines) aumentó significativamente en el ejercicio (8.9% a sep'16 vs 6.7% a sep'15) lo que, sumado al mayor costo de fondeo del primer semestre, impactó sobre la rentabilidad promedio de la cartera de financiacines. Sin embargo, la tendencia de los cargos por provisiones registra una mejora (véase gráfico #1), además que se espera una recuperación de los indicadores de mora y de la demanda hacia el último trimestre del año y para 2017.

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 (86,7% del activo). Otro riesgo inherente a su operatoria son el riesgo de tasa de interés dado por el potencial movimiento asimétrico de las tasas pasivas con relación a las tasas activas y de liquidez ante un escenario sistémico o relacionado con la entidad en particular que le impida captar fondos para llevar a cabo el giro del negocio.

Riesgo de crédito

Adecuada Calidad de Activos

(%)	Sep'16	2015	2014	2013
Crecimiento de Préstamos Brutos (Ytd*)	47,15	133,49	(5,79)	23,81
Préstamos Irregulares / Préstamos Brutos	8,21	5,03	9,90	7,84
Previsiones / Préstamos Brutos	9,69	6,88	12,64	9,41
Préstamos Irregulares Netos de Provisiones / Patrimonio Neto	(16,43)	(25,23)	(18,56)	(1,59)
Cargos por Incob. / Préstamos Brutos Prom.	8,99	7,24	6,42	8,64
Préstamos dados de baja en el período / Préstamos Brutos (Promedio)	0,89	3,56	1,12	7,04

*Ytd: Year-to-date

Fuente: Tarshop S.A.

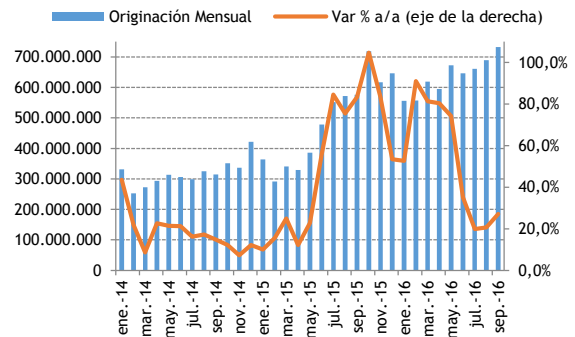
El riesgo de crédito es monitoreado mensualmente por el Comité de Riesgo que está integrado por funcionarios de la compañía y sus accionistas.

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

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

A sep'16 el stock de financiaciones brutas alcanzó los \$4.580,8 millones, lo que representa un incremento del 107,1% respecto del año anterior como consecuencia del bajo crecimiento de la originación en el primer semestre de 2015 y la marcada recuperación desde jun'15 (fundamentalmente tarjeta de crédito y préstamos personales) –véase gráfico #4, en el que se observa que la evolución porcentual se estabiliza en el orden del 35% anual a sep'16-.

Gráfico #4: Originación Mensual



Fuente: Tarshop S.A.

Su colocación promedio de financiaciones de los últimos seis meses se compone de un 80% de operaciones de tarjeta de crédito, un 13% de adelantos en efectivo y un 7% de primera operación.

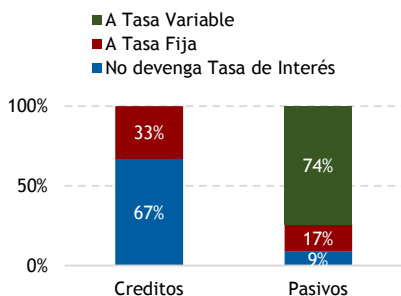
La calidad de los activos en balance de TS se considera acorde al modelo de negocio que explota, orientado a personas no bancarizadas y de bajos ingresos. En línea con lo observado en otras entidades financieras, la morosidad de la cartera de TS aumentó en el primer semestre como consecuencia de la caída en el ingreso disponible del segmento al que asiste producto de los altos niveles de inflación y caída de la actividad económica. A sep'16 la cartera con mora mayor a 90 días representaba el 8,2% de las financiaciones promedio (5,03% dic'15).

Los castigos de cartera netos anualizados, se han reducido y se conservan en niveles acotados (0,9% del total de financiaciones promedio), por debajo de lo observado el año anterior (sep'15 5,7%). Asimismo, es parte de la política de la compañía de vender parte de cartera irrecuperable (totalmente provisionada) y sacarla de balance.

A sep'16 las provisiones representaban un adecuado 9,7% del total de financiaciones promedios del ejercicio, lo cual representa una cobertura del 117,9% de la cartera con mora superior a 90 días, que minimiza la exposición del patrimonio a potenciales pérdidas por riesgo de crédito (16,4%).

TS presenta una acotada exposición a transacciones con entidades relacionadas. A sep'16 la exposición a empresas vinculadas representaba el 0,95% del activo (11,7% del patrimonio) y 0,25% de su pasivo (2,9%).

Gráfico #5: Riesgo de tasa Sep-16



Fuente Tarshop S.A.

Riesgo de mercado

TS no presenta inversiones en el balance con motivo transaccional. Dentro del activo conservaba a sep'16 \$1132,7 millones en depósitos a plazo fijo y \$15,7 millones en títulos públicos del Tesoro Nacional, que corresponden a fondos de garantía de los fideicomisos financieros y con el Banco Hipotecario.

La operatoria de TS está expuesta al riesgo de tasa de interés derivado de su fondeo en parte a tasa variable (74% del fondeo) y financiaciones a tasa fija, ajustables mensualmente en función de los límites establecidos por el BCRA para la tasa de interés activa de las tarjetas de crédito. Este riesgo se encuentra mitigado por algunos factores como: i) la corta duración promedio de la cartera (el 50% de la cartera vencen dentro de 90 días) que le permite ajustar la tasa de interés activa a una mayor velocidad, ii) el razonable calce entre activos y pasivos (duración promedio de los activos 6 meses vs 7 meses de los pasivos), y iii) a que los valores

de deuda fiduciaria si bien son a tasas variable mantienen topes máximos y mínimos, lo que limita la volatilidad de la tasa pasiva.

Finalmente, la exposición a variaciones en el tipo de cambio es mínima, sin un potencial impacto sobre su patrimonio. A sep'16 la empresa conservaba una posición activa neta en moneda extranjera equivalente a \$ 474 miles.

Fuentes de fondos y capital

Fondeo y liquidez

Dado el magro desempeño de la entidad y la persistente erosión de su patrimonio, TS registra una alta dependencia del Grupo Económico al que pertenece para fondear sus necesidades de capital. A sep'16, más del 40% de la deuda financiera provenía de entidades vinculadas, que se suma a los aportes irrevocables de capital por \$250 millones (24/06/2016). El

bajo desempeño y capitalización también ha derivado en una creciente utilización del fideicomiso financiero como herramienta de fondeo.

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 1,05 veces los pasivos corrientes.

Capital

Baja Capitalización

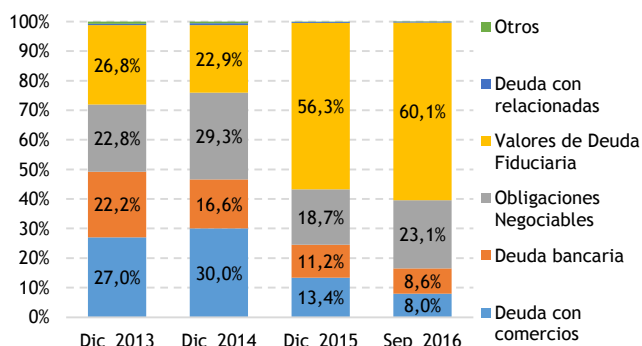
(%)	Sep'16	2015	2014	2013
Capital Tangible / Activos Tangibles	5,19	3,98	6,21	9,26
Patrimonio Neto / Activos	8,10	6,73	12,21	12,73
Resultado Neto - Dividendos pagados / Total del Patrimonio Neto	(29,06)	(31,49)	(58,84)	(4,01)

Fuente: Tarshop S.A.

La capitalización de TS es muy baja. A sep'16 el capital tangible representaba el 5,19% de los activos tangibles y el apalancamiento ascendía a 11 veces el patrimonio. Producto de la débil situación patrimonial de TS, el 24/06/2016 sus accionistas realizaron aportes de capital irrevocable por \$250 millones (en proporción a sus tenencias accionarias), que le permite ampliar las disponibilidades de caja a la operatoria de la compañía.

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

Grafico #6: Fondeo - Sep'2016



Fuente> Tarshop S.A.

Anexo I

Tarshop S.A. Estado de Resultados

	30 sep 2016		31 dic 2015		30 sep 2015		31 dic 2014		31 dic 2013	
	9 meses	Como % de	Anual	Como % de	9 meses	Como % de	Anual	Como % de	Anual	Como % de
	ARS miles	Activos	ARS miles	Activos	ARS miles	Activos	ARS miles	Activos	ARS miles	Activos
	Original	Rentables	Original	Rentables	Original	Rentables	Original	Rentables	Original	Rentables
1. Intereses por Financiaciones	1.001.891,4	31,14	535.801,2	18,11	306.537,2	19,57	376.092,3	31,32	336.252,9	26,02
2. Otros Intereses Cobrados	39.461,7	1,23	79.989,2	2,70	62.803,9	4,01	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	1.041.353,1	32,37	615.790,4	20,81	369.341,1	23,58	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	760.583,0	23,64	365.923,0	12,37	213.185,5	13,61	279.529,1	23,28	159.856,5	12,37
7. Total Intereses Pagados	760.583,0	23,64	365.923,0	12,37	213.185,5	13,61	279.529,1	23,28	159.856,5	12,37
8. Ingresos Netos por Intereses	280.770,1	8,73	249.867,5	8,44	156.155,6	9,97	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	495.581,3	15,40	602.935,6	20,38	444.465,2	28,38	314.576,5	26,19	272.975,8	21,12
14. Otros Ingresos Operacionales	8.602,1	0,27	4.654,1	0,16	3.006,9	0,19	4.817,3	0,40	9.469,5	0,73
15. Ingresos Operativos (excl. intereses)	504.183,4	15,67	607.589,7	20,53	447.472,1	28,57	319.393,8	26,59	282.445,4	21,86
16. Gastos de Personal	259.747,6	8,07	368.849,4	12,47	254.203,1	16,23	278.744,6	23,21	194.918,9	15,08
17. Otros Gastos Administrativos	432.529,2	13,44	410.555,3	13,87	293.929,4	18,77	274.537,6	22,86	210.725,2	16,31
18. Total Gastos de Administración	692.276,8	21,52	779.404,7	26,34	548.132,5	34,99	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	92.676,7	2,88	78.052,5	2,64	55.495,2	3,54	(66.807,0)	(5,56)	99.271,6	7,68
21. Cargos por Incobrabilidad	256.915,7	7,99	137.850,1	4,66	80.112,7	5,11	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	(164.238,9)	(5,10)	(59.797,6)	(2,02)	(24.617,5)	(1,57)	(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	19.162,4	0,60	6.606,0	0,22	2.463,7	0,16	4.234,6	0,35	1.968,5	0,15
26. Egresos No Recurrentes	338,0	0,01	1.578,3	0,05	1.336,0	0,09	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	(145.414,5)	(4,52)	(54.769,8)	(1,85)	(23.489,8)	(1,50)	(154.464,7)	(12,86)	(5.997,7)	(0,46)
30. Impuesto a las Ganancias	-60.885,6	-1,89	15.583,4	0,53	-5.256,5	-0,34	-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	(84.528,9)	(2,63)	(70.353,2)	(2,38)	(18.233,3)	(1,16)	(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	(84.528,9)	(2,63)	(70.353,2)	(2,38)	(18.233,3)	(1,16)	(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	-84.528,9	-2,63	-70.353,2	-2,38	-18.233,3	-1,16	-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

	30 sep 2016		31 dic 2015		30 sep 2015		31 dic 2014		31 dic 2013	
	9 meses ARS miles Original	Como % de Activos	Annual ARS miles Original	Como % de Activos	9 meses ARS miles Original	Como % de Activos	Annual ARS mill Original	Como % de Activos	Annual 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	4.446.034,1	92,65	3.008.857,9	90,69	2.133.871,1	87,00	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	134.802,7	2,81	104.108,9	3,14	77.841,4	3,17	63.324,9	4,10	47.633,4	3,19
6. Previsiones por riesgo de incobrabilidad	420.280,3	8,76	209.484,0	6,31	167.150,0	6,81	161.752,4	10,47	127.254,3	8,53
7. Préstamos Netos de Provisiones	4.160.556,5	86,70	2.903.482,8	87,52	2.044.562,5	83,36	1.171.470,9	75,80	1.287.847,7	86,34
8. Préstamos Brutos	4.580.836,8	95,46	3.112.966,8	93,83	2.211.712,5	90,17	1.333.223,3	86,26	1.415.102,0	94,87
9. Memo: Financiaciones en Situación Irregular	356.372,6	7,43	153.126,3	4,62	124.582,5	5,08	126.724,0	8,20	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	15.665,6	0,33	4.946,8	0,15	36.687,7	1,50	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	113.722,3	2,37	50.563,2	1,52	7.165,4	0,29	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	129.400,4	2,70	55.522,5	1,67	43.865,6	1,79	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	4.289.956,8	89,40	2.959.005,3	89,19	2.088.428,1	85,15	1.200.969,6	77,71	1.292.289,3	86,63
C. Activos No Rentables										
1. Disponibilidades	173.837,2	3,62	121.743,7	3,67	93.042,8	3,79	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	29.590,6	0,62	24.394,7	0,74	26.571,0	1,08	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	8.306,2	0,17	8.960,3	0,27	9.143,4	0,37	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	139.327,8	2,90	86.251,6	2,60	99.518,1	4,06	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	157.661,5	3,29	117.280,6	3,54	136.014,0	5,55	127.003,4	8,22	66.951,9	4,49
11. Total de Activos	4.798.680,0	100,00	3.317.636,2	100,00	2.452.717,4	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	366.535,6	7,64	324.218,6	9,77	201.336,9	8,21	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	3.295.305,6	68,67	1.981.846,8	59,74	1.544.197,1	62,96	985.520,1	63,77	832.183,1	55,79
8. Total de Depósitos, Préstamos a Entidades Financieras y Fondos	3.661.841,2	76,31	2.306.065,4	69,51	1.745.534,0	71,17	1.195.448,0	77,35	1.064.979,9	71,40
9. Pasivos Financieros de Largo Plazo	604.303,8	12,59	600.937,0	18,11	305.717,8	12,46	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	604.303,8	12,59	600.937,0	18,11	305.717,8	12,46	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	4.266.145,0	88,90	2.907.002,4	87,62	2.051.251,8	83,63	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	36.670,6	0,76	40.094,4	1,21	36.366,5	1,48	28.977,9	1,87	23.506,0	1,58
4. Pasivos Impositivos corrientes	64.102,7	1,34	63.332,2	1,91	63.679,3	2,60	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	42.880,5	0,89	83.797,0	2,53	78.389,7	3,20	14.169,5	0,92	9.395,6	0,63
10. Total de Pasivos	4.409.798,8	91,90	3.094.226,1	93,27	2.229.687,3	90,91	1.556.774,8	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	388.881,2	8,10	223.410,2	6,73	223.030,1	9,09	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	388.881,2	8,10	223.410,2	6,73	223.030,1	9,09	188.763,4	12,21	189.826,4	12,73
7. Total de Pasivos y Patrimonio Neto	4.798.680,0	100,00	3.317.636,2	100,00	2.452.717,4	100,00	1.545.538,2	100,00	1.491.666,5	100,00
8. Memo: Capital Ajustado	241.247,3	5,03	128.198,2	3,86	114.368,5	4,66	89.860,8	5,81	132.868,7	8,91
9. Memo: Capital Elegible	241.247,3	5,03	128.198,2	3,86	114.368,5	4,66	89.860,8	5,81	132.868,7	8,91

Tarshop S.A. Ratios

	30 sep 2016	31 dic 2015	30 sep 2015	31 dic 2014	31 dic 2013
	9 meses	Anual	9 meses	Anual	Anual
A. Ratios de Rentabilidad - Intereses					
1. Intereses por Financiaciones / Préstamos brutos (Promedio)	34,95	28,16	25,54	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)	38,60	34,83	33,59	35,26	34,31
4. Intereses Pagados / Pasivos Onerosos (Promedio)	27,62	20,67	19,18	21,24	15,51
5. Ingresos Netos Por Intereses / Activos Rentables (Promedio)	10,41	14,13	14,20	13,19	19,96
6. Ingresos Netos por Intereses menos Cargos por Incobrabilidad / Activos Rentables (Promedio)	0,88	6,34	6,92	6,12	10,49
7. Ingresos netos por Intereses menos Dividendos de Acciones Preferidas / Activos Rentables (Promedio)	10,41	14,13	14,20	13,19	19,96
B. Otros Ratios de Rentabilidad Operativa					
1. Ingresos no financieros / Total de Ingresos	64,23	70,86	74,13	65,65	55,94
2. Gastos de Administración / Total de Ingresos	88,19	90,90	90,81	113,73	80,34
3. Gastos de Administración / Activos (Promedio)	22,49	37,03	40,67	36,12	31,63
4. Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad / Patrimonio Neto (Promedio)	43,66	38,82	37,95	(44,24)	49,82
5. Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad / Activos (Promedio)	3,01	3,71	4,12	(4,36)	7,74
6. Cargos por Incobrabilidad / Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad	277,22	176,61	144,36	(134,08)	106,38
7. Resultado Operativo / Patrimonio Neto (Promedio)	(77,37)	(29,74)	(16,84)	(103,55)	(3,18)
8. Resultado Operativo / Activos (Promedio)	(5,34)	(2,84)	(1,83)	(10,21)	(0,49)
9. Impuesto a las Ganancias / Resultado Antes de Impuestos	41,87	(28,45)	22,38	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)	(39,82)	(34,99)	(12,47)	(73,54)	(3,82)
2. Resultado Neto / Activos (Promedio)	(2,75)	(3,34)	(1,35)	(7,25)	(0,59)
3. Resultado Neto Ajustado / Patrimonio Neto (Promedio)	(39,82)	(34,99)	(12,47)	(73,54)	(3,82)
4. Resultado Neto Ajustado / Total de Activos Promedio	(2,75)	(3,34)	(1,35)	(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	5,19	3,98	4,88	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	8,10	6,73	9,09	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	(29,06)	(31,49)	(10,93)	(58,84)	(4,01)
E. Ratios de Calidad de Activos					
1. Crecimiento del Total de Activos	44,64	114,66	58,70	3,61	27,87
2. Crecimiento de los Préstamos Brutos	47,15	133,49	65,89	(5,79)	23,81
3. Préstamos Irregulares / Total de Financiaciones	8,21	5,03	5,72	9,90	7,84
4. Previsiones / Total de Financiaciones	9,69	6,88	7,68	12,64	9,41
5. Previsiones / Préstamos Irregulares	117,93	136,80	134,17	127,64	102,42
6. Préstamos Irregulares Netos de Previsiones / Patrimonio Neto	(16,43)	(25,23)	(19,09)	(18,56)	(1,59)
7. Cargos por Incobrabilidad / Total de Financiaciones (Promedio)	8,99	7,24	6,69	6,42	8,64
8. Préstamos dados de baja en el periodo / Préstamos Brutos (Promedio)	0,89	3,56	4,83	1,12	7,04
9. Préstamos Irregulares + Bienes Diversos / Préstamos Brutos + Bienes Diversos	8,21	5,03	5,72	9,90	9,19
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 23 de diciembre de 2016, **asignó** las siguientes calificaciones de Tarshop S.A.:

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

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

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

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

-Obligaciones Negociables Clase 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**.

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

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

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

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

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

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

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

Categoría AA(arg): implica una muy sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. El riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de los emisores o emisiones mejor calificados dentro del país.

Los signos "+" o "-" se añaden a una calificación para darle una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría y no alteran la definición de la Categoría a la cual se los añade.

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

Nuestro análisis de la situación de la entidad se basa en los estados contables auditados al 31.12.2015, 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 30.09.2016, 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.

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

- Estados contables auditados (último 31.12.2015), disponibles en www.cnv.gob.ar.
- Estados contables trimestrales auditados (último 30.09.2016), disponibles en www.cnv.gob.ar.
- Balance General Auditado, disponible en www.cnv.gob.ar.

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

- Suplemento de Precios Preliminar de Obligaciones Negociables Clase VII y Clase VIII provisto por el emisor el 12/12/2016

Anexo III

Descripción de las emisiones

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Las Obligaciones Negociables Clase V tienen un vencimiento a los 30 meses contados desde la fecha de emisión, y devengan un interés nominal anual a una tasa variable, compuesta por la suma de la tasa de referencia de la Clase V (Badlar Privada), más el margen de corte de la Clase V a ser 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 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 VII y Clase VIII, en forma conjunta, no podrá superar en ningún momento el monto total máximo de \$500 millones.

Las Obligaciones Negociables Clase VII tendrán un vencimiento a los 18 meses desde la fecha de emisión, y devenga un interés nominal anual a una tasa variable, compuesta por la suma de la tasa de referencia de la Clase VII (Badlar Privada), más el margen de corte de la Clase VII a ser licitado al finalizar el período de colocación, estableciéndose que para el primer período de devengamiento de intereses (primer trimestre), la tasa de Interés podrá tener un mínimo que será informado al público inversor 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 VIII 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 VII y Clase VIII, en forma conjunta, no podrá superar en ningún momento el monto total máximo de \$500 millones.

Las Obligaciones Negociables Clase VIII tendrán un vencimiento a los 30 meses desde la fecha de emisión, y devenga un interés nominal anual a una tasa variable, compuesta por la suma de la tasa de referencia de la Clase VIII (Badlar Privada), más el margen de corte de la Clase VII a ser 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 podrá tener un mínimo que será informado al público inversor 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.