Tarshop S.A.

Informe integral

Calificaciones

Nacional

ON Clase XI	AA-(arg)
ON Clase XII	AA-(arg)
ON Clase XIII	AA-(arg)
ON Clase XV	AA-(arg)
ON Clase XVII	A1(arg)
ON Clase XVIII	AA-(arg)
ON Clase XIX	AA-(arg)
ON Clase XX	A1(arg)
ON Clase XXI	AA-(arg)

Perspectiva

Calificación Nacional de Largo Plazo Negativa

Resumen Financiero

Miles	31/12/2014	31/12/2013
Activos (USD)	180.722	228.853
Activos (Pesos)	1.545.538	1.491.666
Patrimonio Neto (Pesos)	188.763	189.826
Resultado Neto (Pesos)	-111.063	-7.617
ROA (%)	-7,25	-0,59
ROE (%)	-73,54	-3,82
PN / Activos (%)	12,2	12,7

Tipo de cambio de referencia del BCRA, 31/12/14= 8,552 y 31/12/13= 6,518

Criterios relacionados

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

Analistas:

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

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

Perfil

Tarshop S.A. (TS) es una entidad no bancaria que se dedica a la emisión, procesamiento y administración de la tarjeta de crédito Tarjeta Shopping. Su capital accionario es un 80% propiedad de Banco Hipotecario S.A. y el 20% restante es de Alto Palermo S.A. (APSA).

Factores relevantes de la calificación

Soporte de sus accionistas: La calificación de TS se fundamenta en la disposición y capacidad que tendría su accionista mayoritario para brindar soporte a la entidad en caso de que esta lo requiera. El Banco Hipotecario S.A. (BH, calificado en AA(arg) con perspectiva negativa) es el accionista mayoritario con el 80% de la participación accionaria, y Alto Palermo S.A. (APSA, con calificación nacional de AA+(arg)) mantiene el 20% restante, ambas entidades forman parte de un mismo grupo económico. Se considera positivamente el vínculo estratégico y la complementariedad de negocios entre TS y BH.

Bajo desempeño: La rentabilidad de Tarshop (ROAA -7.3%) es negativa producto del menor spread de tasas, la reducción de los ingresos por servicios (impactados por la normativa del BCRA que regula el cobro de comisiones por servicios), y el incremento de los gastos. La calificadora evalúa que los resultados de TS continuarán siendo negativos en el corto plazo dado el peso de sus gastos operativos y la menor flexibilidad para fijar sus precios (tasas y comisiones) debido a la regulación del BCRA.

Ajustada capitalización: A dic'14 el capital ajustado representaba el 5.8% del activo total en balance. No obstante, los accionistas han aprobado un programa de capitalización en tramos. El primer tramo se realizó mediante un aporte irrevocable de capital por la suma de $110.000.000 el 15.12.2014. La capitalización le permitió a TS recomponer sus indicadores de solvencia y absorber perdidas futuras, dado que la calificadora no prevé una recuperación de los resultados en el corto plazo.

Razonable calidad de activos: La cartera con mora mayor a 90 días representaba el 9.9% de las financiaciones promedio, por encima de dic'13 (7.8%) producto del menor crecimiento de financiaciones y el menor castigo de cartera en los últimos nueves meses. De contabilizarse los castigos de cartera y las financiaciones irregulares, la calidad de activos registra una mejora en el período (dic'14 11% vs dic'13 15.3%). La cobertura con previsiones es adecuada (12.6% del total de financiaciones).

Buena diversificación de fondeo: El fondeo se concentra en emisiones en el mercado de capitales y financiación bancaria, asimismo el soporte que le provee su accionista mayoritario le brinda una mayor flexibilidad financiera. A dic'14 el fondeo de la entidad se compone de deudas con comercios (24.6% del activo); financiaciones bancarias (13.6%); emisiones de obligaciones negociables (24%); y valores de deuda fiduciaria (18.8%).

Sensibilidad de la calificación

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

Perfil

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

TS es una empresa que se dedica a la emisión, procesamiento y administración de la tarjeta de crédito Tarjeta Shopping, su principal producto, que complementa con la oferta de productos adicionales como adelantos de dinero en efectivo y financiación en comercios a través de la tarjeta de crédito. Su estrategia está orientada a generar opciones de financiamiento de consumo para los sectores socioeconómico medios y bajos con baja bancarización.

TS se ubica dentro del rango de las tres entidades líderes del mercado de tarjetas de créditos no bancarias, con una red de 27 sucursales distribuidas en los centros comerciales de APSA, la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, en el GBA y en el interior del país; y un plantel de 963 empleados a feb'15.

Durante el mes de julio de 2013 el directorio de TS aprobó la suscripción del 12,5% del capital social de la sociedad anónima Supercard S.A. La nueva sociedad 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 Super-Card 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. Al 31.12.2014, Supercard S.A. no había dado comienzo a su actividad comercial.

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

El 5 de septiembre de 2014, TS celebró un acuerdo con Visa Argentina S.A. para comercializar la tarjeta de crédito Tarjeta Shopping Visa. Durante el segundo trimestre del año la entidad estaría en condiciones de emitir las tarjetas Visa y de migrar a la nueva red de aceptación su negocio actual. Este acuerdo le permitirá a la entidad ampliar la red de comercios con la que opera la entidad, ampliando su cobertura geográfica a nivel nacional y permitiéndole ofrecer mayores alternativas de compras a sus clientes, lo que incrementa el potencial crecimiento en su volumen de negocios.

Entorno Operativo

La Calificadora mantiene la perspectiva negativa para el sistema financiero argentino, que refleja su preocupación por la creciente intervención gubernamental en la industria financiera, así como la posibilidad de mayores restricciones en el acceso a divisas.

A su vez, FIX estima que la recesión que está mostrando la economía se reflejará en un incremento de la mora en las carteras de las entidades, que junto al menor dinamismo de la demanda de crédito esperada y el creciente nivel de gastos derivado del contexto inflacionario, se estima impactarían en el flujo de ingresos y por lo tanto en la rentabilidad y capitalización del sistema.

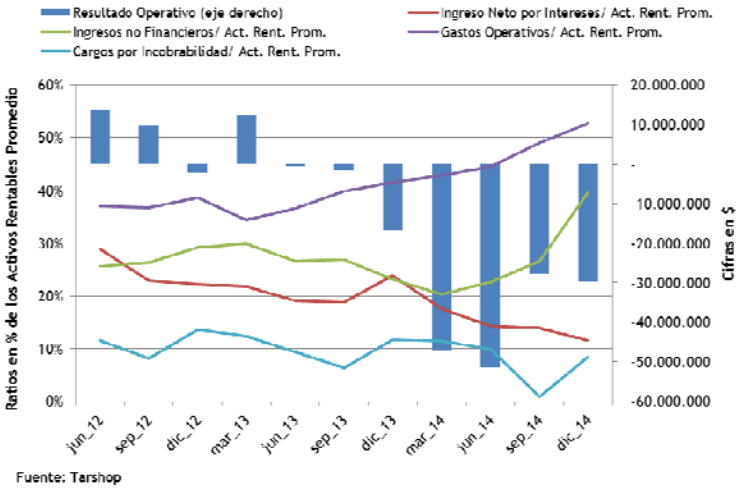
En los últimos años el gobierno ha impuesto una serie de controles y nuevas regulaciones que limitan la actividad del sector financiero. En este sentido, podemos mencionar: la modificación de la Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina (BCRA), que le otorgó mayores facultades, la posterior disposición que obliga a los principales bancos del sistema a prestar al sector productivo un porcentaje de sus depósitos bajo ciertas condiciones de tasa y plazo, la fijación de tasas máximas de referencia para préstamos personales y prendarios y reglas sobre comisiones, cargos y servicios financieros básicos para personas. La Calificadora considera que dichas medidas dificultan la capacidad de maniobra de las entidades para hacer frente a los cambios en el ambiente operativo y/o reduce la flexibilidad de los esquemas de negocio de las entidades.

FIX reconoce que actualmente la exposición directa a títulos públicos de las entidades financieras es limitada y que gran parte de las instituciones exhiben buenos niveles de liquidez, principalmente integrada por letras emitidas por el BCRA. No obstante, existe la preocupación de que las medidas intervencionistas junto con la volatilidad del entorno operativo y posibles situaciones de stress afecten la liquidez del sistema financiero.

Desempeño de la entidad

La rentabilidad de Tarshop (ROAA -7.3%) es negativa producto del menor spread de tasas, la reducción de los ingresos por servicios (impactados por la normativa del BCRA que regula el cobro de comisiones por servicios), y el incremento de los gastos. Sin embargo, los resultados trimestrales registran una paulatina recuperación (ver gráfico #1) sustentado en un fuerte crecimiento de sus ingresos por servicios y un adecuado control de la calidad de sus activos, que compensan la dinámica de los gastos operativos y la tendencia negativa de su margen de intereses.

Grafico #1 - Evolución Resultado Trimestral



Fuente: Tarshop

La calificadora evalúa que los resultados de TS continúen presionados producto de la pesada carga de sus gastos operativos, y la regulación del BCRA sobre tasas y comisiones que derivado en más acotados márgenes de intermediación y menor discrecionalidad para fijar sus comisiones por servicios en este tipo de entidades. En este sentido, FIX estima que TS requerirá incrementar su volumen de operaciones de tarjeta de crédito sobre sus segmentos de clientes rentables para equilibrar sus resultados, además de las comisiones que le pueda generar la gestión de los “Préstamos Jet”.

Ingresos operativos

A dic’14 TS registra un descenso en sus ingresos brutos del 3.6% respecto de dic’13, revirtiendo la tendencia observada durante el año (máxima caída de los ingresos en mar’14 17.3% anual) como consecuencia de la regulación del BCRA que obligó a la entidad a dejar de percibir los aranceles de otorgamiento que representaron ingresos por $72.3 millones en 2013

y los menores márgenes de intermediación como consecuencia de la imposición del BCRA de tasas máximas sobre las financiaciones a personas y el incremento en el costo del fondeo. Los ingresos netos por intereses (34.3% de los ingresos brutos totales) y los ingresos netos por servicios (64.7%) constituyen las principales fuentes de ingresos brutos de la compañía.

Los ingresos netos por intereses se redujeron un 24.9% respecto de igual período de 2013, producto del incremento en el costo del fondeo, y de la decisión estratégica de la compañía de reducir su exposición al producto de primera operación y adelantos en efectivo (con mayor morosidad respecto del resto de los productos), principales productos generadores de flujo de intereses. A dic'14 ambas líneas (adelanto en efectivo y primera operación) representaban aproximadamente el 24% de la cartera activa, mientras que a dic'13 representaba el 45%.

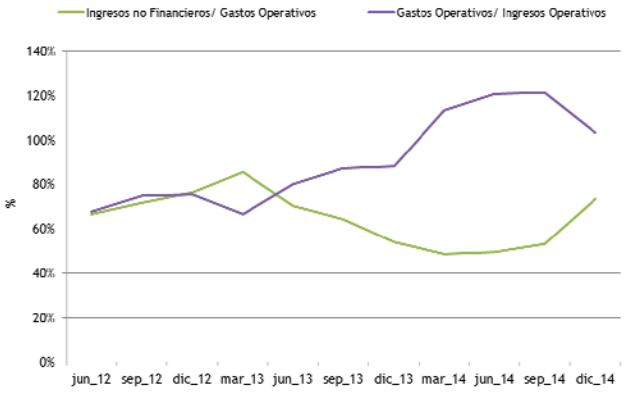
Durante 2014 los ingresos netos por servicios se vieron afectados por la Comunicación A 5460 del BCRA que derivó en una disminución de los ingresos por cargos de otorgamiento, sin embargo, mediante el ajuste de algunas de sus tarifas por mantenimiento de cuenta, aranceles a comercios, y principalmente por ingresos de otros servicios (principalmente por comisiones de administración de cartera de créditos de terceras entidades entre las que se incluye Préstamos Jet, además de ingresos por seguros), TS incremento sus ingresos netos por servicios 15.2% respecto de 2013. De esta forma los ingresos por servicios conservan una razonable cobertura del 56.8% de los gastos operativos a dic'14, y se espera que estos ingresos incrementen su incidencia en el resultado de la entidad a mediano plazo, apuntalada por la administración de los "Préstamos Jet".

Gastos no financieros

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 de este tipo de entidades. A dic'14 los gastos operativos representaban el 113.7% de los ingresos brutos, registrando un deterioro de su eficiencia como consecuencia del menor flujo de ingresos brutos y el incremento de los costos operativos producto del contexto inflacionario. Sin embargo, en el margen (evolución trimestral) la eficiencia registra una mejora significativa sustentada en el crecimiento de sus ingresos por servicios (ver Gráfico #2).

La calificadora estima que ganancias de eficiencia de TS podrían venir de una mayor escala de operaciones y un incremento en el precio de sus productos que le permitirían mejorar su relación riesgo - retorno.

Grafico #2 - Evolución Eficiencia por Trimestre



Fuente: Tarshop

Cargos por incobrabilidad

Los cargos por incobrabilidad netos de recuperos se redujeron un 15.2% respecto del año anterior, producto de la adecuada calidad de activos y el incremento en el recupero de créditos. Las medidas adoptadas por la entidad durante 2013 (parámetros más restrictivos para la

originación y mayor participación relativa de sus operaciones de tarjeta de crédito dentro de sus financiaciones, cuya mora es menor) estuvieron dirigidas a minimizar los niveles de morosidad, lo que se vio reflejado en la calidad de activos de la entidad y los menores castigos de cartera. Se espera que la tendencia se sostenga en 2015, de no mediar un deterioro marcado del contexto operativo.

Administración de riesgos

El principal riesgo de TS es el de crédito dada por la alta participación de su cartera de financiaciones netas de previsiones en el activo del balance (75.8% del activo). Otro riesgo inherente a su operatoria son el riesgo de tasa dado por el potencial movimiento asimétrico de las tasas pasivas con relación a las tasas activas.

El riesgo de crédito es monitoreado mensualmente por el Comité de Riesgo que está integrado por el Gerente General y las gerencias de Finanzas, Créditos, Cobranzas y, además, por quienes estén a cargo de la Gerencia de Área de Riesgo de Crédito Banca Minorista de Banco Hipotecario S.A. y de la Gerencia de Recupero de Banco Hipotecario S.A.

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 refinanciaciones.

Riesgo de crédito

A dic'14 el stock de financiaciones brutas alcanzó los $1.333,2 millones, lo que representa una reducción del 5.8% respecto del año anterior como consecuencia de la menor demanda crediticia observada en 2014, y a la operatoria de "Préstamos Jet" (véase Perfil) que derivaron en un menor volumen de adelantos en efectivo en balance. Su cartera de financiaciones se compone aproximadamente de un 61% de operaciones de tarjeta de crédito, un 8% de adelantos de dinero en efectivo, un 16% de primera operación y un 15% de otros productos. Todas las líneas se ofrecen a través de la tarjeta de crédito Tarjeta Shopping.

La calidad de los activos en balance de TS se considera acorde al modelo de negocio que explota, orientado a personas de medios y bajos ingresos. La cartera con mora mayor a 90 días representaba el 9.9% de las financiaciones promedio, por encima de los niveles observado a dic'13 (7.8%), en parte producto de la caída en el stock de financiaciones, aunque se conserva en niveles acordes a su modelo de negocios y registrado un menor castigo de cartera.

Los castigos de cartera netos anualizados se redujeron sensiblemente (1.1% del total de financiaciones promedio) respecto del cierre de dic'13 (7.04%), como consecuencia de la sostenida mejora en la cobranza y recupero de créditos de la entidad.

A jun'14 las previsiones representaban un adecuado 12.6% del total de financiaciones promedios del ejercicio, lo cual representa una cobertura del 127.6% de la cartera con mora superior a 90 días y minimiza la exposición del patrimonio a potenciales pérdidas por riesgo de crédito (-18.6%).

TS presenta una acotada exposición a transacciones con entidades relacionadas. A dic'14 conservaba 0,89% de su activo con empresas vinculadas y 0.60% de su pasivo.

Riesgo de mercado

TS no presenta inversiones en el balance con motivo transaccional. Dentro del activo conservaba $17.7 millones en fondos comunes de inversión para la administración de sus excesos temporales de liquidez y $11.8 millones en depósitos (inversiones a costo más rendimiento) correspondientes a los fideicomisos financieros que consolida dentro del balance para el manejo de la liquidez de los mismos.

TS enfrenta un alto riesgo de tasa de interés derivado de su fondeo en parte a tasa variable (aproximadamente 70% del fondeo) y financiaciones a tasa fija, ajustables mensualmente en función de los límites establecidos por el BCRA. Este riesgo se encuentra mitigado por algunos factores como: i) la corta duration de la cartera (el 59% de la cartera vencen dentro de un plazo de 90 días) que le permite ajustar la tasa de interés activa a una mayor velocidad, ii) el razonable calce entre activos y pasivos (duración promedio de los activos 4 meses vs 6 meses de los pasivos), y iii) a que los valores de deuda fiducuaria si bien son a tasas variable mantienen topes máximos y mínimos (los valores vigentes al 31.12.2014 mantenían topes máximos de entre 26.5% y 32%). De acuerdo a cálculos de sensibilidad realizados por la entidad a fin de evaluar el efecto sobre el patrimonio de variaciones en las tasas de interés, teniendo en cuenta los flujos de fondos futuros de las deudas a tasa variable a dic'14 y manteniendo todas las otras variables constantes, ante niveles de tasas del 29% el patrimonio se vería afectado negativamente en un 2.4% que se estimado adecuado.

Finalmente, la exposición a variaciones en el tipo de cambio se estima acotada. A dic'14 TS conservaba una posición activa neta en moneda extranjera (U$S 572.720), lo que expone la entidad ante el riesgo de apreciación del tipo de cambio, escenario que la calificadora estima poco probable en el corto plazo. En este sentido, los escenarios de sensibilidad del patrimonio antes variaciones del tipo de cambio (considerando todas las otras variables constantes) realizados por compañía, prevén una pérdida de $1.47 mill. (0.77% del patrimonio) ante escenario de apreciación del 30% del tipo de cambio, mientras que ante una depreciación del tipo de cambio el patrimonio de TS se vería fortalecido por ganancias por diferencias de cotización.

Fuentes de fondos y capital

Fondeo y liquidez

Al igual que otras entidades no bancarias, su fondeo se concentra en la colocación de deuda en el mercado de capitales, en la financiación bancaria y en la deuda con comercios adheridos, no obstante, el soporte que le provee su accionista mayoritario (Banco Hipotecario) le brinda una mayor flexibilidad financiera, que le ha permitido lograr un buen acceso al mercado de capitales y un adecuado mix de fondeo.

A dic'14 el fondeo de la entidad se compone de deudas con comercios (24.6% del activo); financiaciones bancarias (13.6%); emisiones de obligaciones negociables (24%); y valores de deuda fiduciaria (18.8%).

El riesgo de liquidez es acotado producto del adecuado flujo de caja, la completa disposición de la línea de financiamiento que le provee su accionista ($137 mill) y el buen calce de plazos entre los vencimientos del activo y pasivo. Los activos corrientes representan 1.05 veces los pasivos corrientes.

Capital

La capitalización de TS es baja. A dic'14 el capital tangible representaba el 6.2% de los activos tangibles en balance. No obstante, los accionistas han aprobado un programa de capitalización en tramos. El primer tramo se realizó mediante un aporte irrevocable de capital por la suma de $110.000.000 el 15.12.2014, con el propósito de que la Sociedad cuente con recursos suficientes para continuar con sus actividades y desarrollar su plan de negocios. Esto le permitió a TS recomponer sus indicadores de solvencia y absorber perdidas futuras, dado que la calificadora no prevé una recuperación de los resultados en el corto plazo.

La entidad está implementando una serie de medidas que le permitan incrementar su volumen de negocios, optimizar la eficiencia de su estructura y mejorar sus ingresos por activo administrado (solicitó la autorización al BCRA para incrementar sus comisiones por servicios básicos), a fin de revertir la tendencia de sus resultados (véase Desempeño de la entidad). Sin embargo, dado su escenario base, la calificadora estima poco probable que TS revierta sus resultados en el corto plazo por lo que prevé factible nuevos aportes del accionista en 2015.

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 2014		31 dic 2013		31 dic 2012		31 dic 2011	
	Anual ARS miles Original	Como % de Activos Rentables	Anual ARS miles Original	Como % de Activos Rentables	Anual ARS miles Original	Como % de Activos Rentables	Anual ARS miles Original	Como % de Activos Rentables
1. Intereses por Financiaciones	376.092,3	31,32	336.252,9	26,02	262.936,5	25,86	238.587,8	26,56
2. Otros Intereses Cobrados	70.518,2	5,87	46.074,0	3,57	45.991,4	4,52	37.952,4	4,23
3. Ingresos por Dividendos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
4. Ingresos Brutos por Intereses	**446.610,5**	**37,19**	**382.326,8**	**29,59**	**308.927,9**	**30,38**	**276.540,2**	**30,79**
5. Intereses por depósitos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
6. Otros Intereses Pagados	279.529,1	23,28	159.856,5	12,37	104.848,7	10,31	83.513,2	9,30
7. Total Intereses Pagados	**279.529,1**	**23,28**	**159.856,5**	**12,37**	**104.848,7**	**10,31**	**83.513,2**	**9,30**
8. Ingresos Netos por Intereses	**167.081,4**	**13,91**	**222.470,3**	**17,22**	**204.079,2**	**20,07**	**193.027,0**	**21,49**
9. Resultado Neto por operaciones de Intermediación y Derivados	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
10. Resultado Neto por Títulos Valores	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.	-
12. Resultado Neto por Seguros	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
13. Ingresos Netos por Servicios	314.576,5	26,19	272.975,8	21,12	229.229,6	22,54	209.613,7	23,34
14. Otros Ingresos Operacionales	4.817,3	0,40	9.469,5	0,73	3.225,7	0,32	3.045,4	0,34
15. Ingresos Operativos (excl. intereses)	**319.393,8**	**26,59**	**282.445,4**	**21,86**	**232.455,3**	**22,86**	**212.659,1**	**23,68**
16. Gastos de Personal	278.744,6	23,21	194.918,9	15,08	159.370,1	15,67	108.571,7	12,09
17. Otros Gastos Administrativos	274.537,6	22,86	210.725,2	16,31	175.269,0	17,24	160.466,7	17,87
18. Total Gastos de Administración	**553.282,2**	**46,07**	**405.644,1**	**31,39**	**334.639,1**	**32,91**	**269.038,4**	**29,96**
19. Resultado por participaciones - Operativos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
20. Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad	**(66.807,0)**	**(5,56)**	**99.271,6**	**7,68**	**101.895,4**	**10,02**	**136.647,7**	**15,21**
21. Cargos por Incobrabilidad	89.572,6	7,46	105.605,8	8,17	111.126,5	10,93	44.346,8	4,94
22. Cargos por Otras Previsiones	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
23. Resultado Operativo	**(156.379,6)**	**(13,02)**	**(6.334,3)**	**(0,49)**	**(9.231,1)**	**(0,91)**	**92.300,9**	**10,28**
24. Resultado por participaciones - No Operativos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
25. Ingresos No Recurrentes	4.234,6	0,35	1.968,5	0,15	1.246,3	0,12	2.180,6	0,24
26. Egresos No Recurrentes	2.319,7	0,19	1.632,0	0,13	3.035,5	0,30	2.378,1	0,26
27. Cambios en el valor de mercado de deuda propia	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
28. Otro Resultado No Recurrente Neto	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
29. Resultado Antes de Impuestos	**(154.464,7)**	**(12,86)**	**(5.997,7)**	**(0,46)**	**(11.020,3)**	**(1,08)**	**92.103,4**	**10,25**
30. Impuesto a las Ganancias	-43.401,7	-3,61	1.619,1	0,13	-5.256,3	-0,52	15.693,6	1,75
31. Ganancia/Pérdida de Operaciones discontinuadas	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
32. Resultado Neto	**(111.063,0)**	**(9,25)**	**(7.616,8)**	**(0,59)**	**(5.764,0)**	**(0,57)**	**76.409,8**	**8,51**
33. Resultado por diferencias de Valuación de inversiones disponibles para la venta	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
34. Revaluación del Activo Fijo	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
35. Resultados por Diferencias de Cotización	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
36. Otros Ajustes de Resultados	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
37. Resultado Neto Ajustado por FIX SCR	**(111.063,0)**	**(9,25)**	**(7.616,8)**	**(0,59)**	**(5.764,0)**	**(0,57)**	**76.409,8**	**8,51**
38. Memo: Resultado Neto Atribuible a Intereses Minoritarios	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
39. Memo: Resultado Neto Después de Asignación Atribuible a Intereses Minoritarios	-111.063,0	-9,25	-7.616,8	-0,59	-5.764,0	-0,57	76.409,8	8,51
40. Memo: Dividendos relacionados al período	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
41. Memo: Dividendos de Acciones Preferidas del Período	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-

Tarshop S.A.
Estado de Situación Patrimonial

	31 dic 2014		31 dic 2013		31 dic 2012		31 dic 2011	
	Anual ARS miles Original	Como % de Activos	Anual ARS miles Original	Como % de Activos	Anual ARS miles Original	Como % de Activos	Anual ARS mill Original	Como % de Activos
Activos								
A. Préstamos								
1. Préstamos Hipotecarios	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
2. Otros Préstamos Hipotecarios	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
3. Préstamos de Consumo	1.269.898,4	82,17	1.367.468,7	91,67	1.108.166,0	95,00	966.617,3	92,51
4. Préstamos Comerciales	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
5. Otros Préstamos	63.324,9	4,10	47.633,4	3,19	34.753,4	2,98	19.973,3	1,91
6. Previsiones por riesgo de incobrabilidad	161.752,4	10,47	127.254,3	8,53	129.748,7	11,12	91.392,1	8,75
7. Préstamos Netos de Previsiones	**1.171.470,9**	**75,80**	**1.287.847,7**	**86,34**	**1.013.170,7**	**86,85**	**895.198,5**	**85,67**
8. Préstamos Brutos	**1.333.223,3**	**86,26**	**1.415.102,0**	**94,87**	**1.142.919,4**	**97,98**	**986.590,6**	**94,42**
9. Memo: Financiaciones en Situación Irregular	126.724,0	8,20	124.243,0	8,33	130.998,0	11,23	62.980,0	6,03
10. Memo: Préstamos a Valor Razonable	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
B. Otros Activos Rentables								
1. Depósitos en Bancos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
2. Operaciones de Pase y Colaterales en Efectivo	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
3. Títulos Valores para Compraventa o Intermediación	17.699,4	1,15	n.a.	-	n.a.	-	11,9	0,00
4. Derivados	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	1.129,3	0,11
4. Títulos Valores disponibles para la venta	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
5. Títulos registrados a costo más rendimiento	11.786,7	0,76	4.429,2	0,30	3.752,1	0,32	1.793,8	0,17
6. Inversiones en Sociedades	12,5	0,00	12,5	0,00	n.a.	-	n.a.	-
7. Otras inversiones	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
8. Total de Títulos Valores	**29.498,7**	**1,91**	**4.441,7**	**0,30**	**3.752,1**	**0,32**	**2.935,0**	**0,28**
9. Memo: Títulos Públicos incluidos anteriormente	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
10. Memo: Total de Títulos Comprometidos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
11. Inversiones en inmuebles	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
12. Activos en Compañías de Seguros	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
13. Otros Activos por Intermediación Financiera	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
13. Activos Rentables Totales	**1.200.969,6**	**77,71**	**1.292.289,3**	**86,63**	**1.016.922,8**	**87,18**	**898.133,5**	**85,96**
C. Activos No Rentables								
1. Disponibilidades	99.544,3	6,44	60.818,4	4,08	39.205,3	3,36	48.751,6	4,67
2. Memo: Exigencia de efectivo mínimo en item anterior	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
3. Bienes Diversos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
4. Bienes de Uso	19.118,2	1,24	14.649,2	0,98	7.621,1	0,65	6.827,5	0,65
5. Llave de Negocio	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
6. Otros Activos Intangibles	5.174,5	0,33	7.391,3	0,50	10.474,0	0,90	14.026,5	1,34
7. Créditos Impositivos Corrientes	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
8. Impuestos Diferidos	93.728,2	6,06	49.566,4	3,32	49.946,0	4,28	43.688,1	4,18
9. Operaciones Discontinuadas	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
10. Otros Activos	127.003,4	8,22	66.951,9	4,49	42.345,5	3,63	33.451,5	3,20
11. Total de Activos	**1.545.538,2**	**100,00**	**1.491.666,5**	**100,00**	**1.166.514,7**	**100,00**	**1.044.878,7**	**100,00**
Pasivos y Patrimonio Neto								
D. Pasivos Onerosos								
1. Cuenta Corriente	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
2. Caja de Ahorro	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
3. Plazo Fijo	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
4. Total de Depósitos de clientes	**n.a.**	**-**	**n.a.**	**-**	**n.a.**	**-**	**n.a.**	**-**
5. Préstamos de Entidades Financieras	209.927,9	13,58	232.796,8	15,61	194.549,4	16,68	141.721,0	13,56
6. Operaciones de Pase y Colaterales en Efectivo	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
7. Otros Depósitos y Fondos de Corto Plazo	985.520,1	63,77	832.183,1	55,79	667.206,2	57,20	597.883,3	57,22
8. Total de Depósitos, Préstamos a Entidades Financieras y Fond	**1.195.448,0**	**77,35**	**1.064.979,9**	**71,40**	**861.755,6**	**73,87**	**739.604,3**	**70,78**
9. Pasivos Financieros de Largo Plazo	85.478,0	5,53	130.311,5	8,74	54.941,2	4,71	40.732,4	3,90
10. Deuda Subordinanda	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
11. Otras Fuentes de Fondeo	2.747,0	0,18	48.496,5	3,25	722,6	0,06	14.456,8	1,38
12. Total de Fondos de Largo plazo	**88.225,1**	**5,71**	**178.808,0**	**11,99**	**55.663,8**	**4,77**	**55.189,2**	**5,28**
12. Derivados	n.a.	-	n.a.	-	220,0	0,02	453,8	0,04
14. Otros Pasivos por Intermediación Financiera	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
15. Total de Pasivos Onerosos	**1.283.673,0**	**83,06**	**1.243.787,9**	**83,38**	**917.639,4**	**78,67**	**795.247,3**	**76,11**
E. Pasivos No Onerosos								
1. Deuda valuada a Fair Value	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
2. Previsiones por riesgo de incobrabilidad	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
3. Otras Previsiones	28.977,9	1,87	23.506,0	1,58	19.196,3	1,65	14.052,0	1,34
4. Pasivos Impositivos corrientes	29.954,4	1,94	25.150,7	1,69	20.478,8	1,76	20.487,6	1,96
5. Impuestos Diferidos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
6. Otros Pasivos Diferidos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
7. Operaciones Discontinuadas	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
8. Pasivos por Seguros	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
9. Otros Pasivos no onerosos	14.169,5	0,92	9.395,6	0,63	11.757,0	1,01	11.518,9	1,10
10. Total de Pasivos	**1.356.774,8**	**87,79**	**1.301.840,1**	**87,27**	**969.071,5**	**83,07**	**841.305,8**	**80,52**
F. Capital Híbrido								
1. Acciones Preferidas y Capital Híbrido contabilizado como deuda	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
2. Acciones Preferidas y Capital Híbrido contabilizado como Patrimo	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
G. Patrimonio Neto								
1. Patrimonio Neto	188.763,4	12,21	189.826,4	12,73	197.443,2	16,93	203.572,9	19,48
2. Participación de Terceros	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
3. Reservas por valuación de Títulos Valores	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
4. Reservas por corrección de tipo de cambio	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
5. Diferencias de valuación no realizada y Otros	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
6. Total del Patrimonio Neto	**188.763,4**	**12,21**	**189.826,4**	**12,73**	**197.443,2**	**16,93**	**203.572,9**	**19,48**
7. Total de Pasivos y Patrimonio Neto	**1.545.538,2**	**100,00**	**1.491.666,5**	**100,00**	**1.166.514,7**	**100,00**	**1.044.878,7**	**100,00**
8. Memo: Capital Ajustado	89.860,8	5,81	132.868,7	8,91	137.023,2	11,75	145.858,2	13,96
9. Memo: Capital Elegible	89.860,8	5,81	132.868,7	8,91	137.023,2	11,75	145.858,2	13,96

Tarshop S.A.
Ratios

	31 dic 2014	31 dic 2013	31 dic 2012	31 dic 2011
	Anual	Anual	Anual	Anual
A. Ratios de Rentabilidad - Intereses				
1. Intereses por Financiaciones / Préstamos brutos (Promedio)	26,97	27,53	25,10	n.a.
2. Intereses Pagados por Depósitos/ Depósitos (Promedio)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3. Ingresos por Intereses/ Activos Rentables (Promedio)	35,26	34,31	32,72	n.a.
4. Intereses Pagados/ Pasivos Onerosos (Promedio)	21,24	15,51	12,32	n.a.
5. Ingresos Netos Por Intereses/ Activos Rentables (Promedio)	13,19	19,96	21,62	n.a.
6. Ingresos Netos por Intereses menos Cargos por Incobrabilidad / Activos Rentables (Promedio)	6,12	10,49	9,85	n.a.
7. Ingresos netos por Intereses menos Dividendos de Acciones Preferidas / Activos Rentables (Promedio)	13,19	19,96	21,62	n.a.
B. Otros Ratios de Rentabilidad Operativa				
1. Ingresos no financieros / Total de Ingresos	65,65	55,94	53,25	52,42
2. Gastos de Administración / Total de Ingresos	113,73	80,34	76,66	66,32
3. Gastos de Administración / Activos (Promedio)	36,12	31,63	30,64	n.a.
4. Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad / Patrimonio Neto (Promedio)	(44,24)	49,82	52,01	n.a.
5. Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad / Activos (Promedio)	(4,36)	7,74	9,33	n.a.
6. Cargos por Incobrabilidad / Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad	(134,08)	106,38	109,06	32,45
7. Resultado Operativo / Patrimonio Neto (Promedio)	(103,55)	(3,18)	(4,71)	n.a.
8. Resultado Operativo / Activos (Promedio)	(10,21)	(0,49)	(0,85)	n.a.
9. Impuesto a las Ganancias / Resultado Antes de Impuestos	28,10	(27,00)	47,70	17,04
10. Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad / Activos Ponderados por Riesgo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
11. Resultado operativo / Activos Ponderados por Riesgo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
C. Otros Ratios de Rentabilidad				
1. Resultado Neto / Patrimonio Neto (Promedio)	(73,54)	(3,82)	(2,94)	n.a.
2. Resultado Neto / Activos (Promedio)	(7,25)	(0,59)	(0,53)	n.a.
3. Resultado Neto Ajustado / Patrimonio Neto (Promedio)	(73,54)	(3,82)	(2,94)	n.a.
4. Resultado Neto Ajustado / Total de Activos Promedio	(7,25)	(0,59)	(0,53)	n.a.
5. Resultado Neto / Activos más Activos Administrados (Promedio)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
6. Resultado neto / Activos Ponderados por Riesgo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
7. Resultado neto ajustado / Activos Ponderados por Riesgo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
D. Capitalización				
1. Capital Ajustado / Riesgos Ponderados	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3. Tangible Common Equity/ Tangible Assets	6,21	9,26	12,39	14,78
4. Tier 1 Regulatory Capital Ratio	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
5. Total Regulatory Capital Ratio	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
7. Patrimonio Neto / Activos	12,21	12,73	16,93	19,48
8. Dividendos Pagados y Declarados / Utilidad neta	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.
10. Dividendos y recompra de Acciones / Resultado Neto	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
11. Resultado Neto - Dividendos pagados / Total del Patrimonio Neto	(58,84)	(4,01)	(2,92)	37,53
E. Ratios de Calidad de Activos				
1. Crecimiento del Total de Activos	3,61	27,87	11,64	n.a.
2. Crecimiento de los Préstamos Brutos	(5,79)	23,81	15,85	n.a.
3. Préstamos Irregulares / Total de Financiaciones	9,90	7,84	11,46	6,38
4. Previsiones / Total de Financiaciones	12,64	9,41	11,35	9,26
5. Previsiones / Préstamos Irregulares	127,64	102,42	99,05	145,11
6. Préstamos Irregulares Netos de Previsiones / Patrimonio Neto	(18,56)	(1,59)	0,63	(13,96)
7. Cargos por Incobrabilidad / Total de Financiaciones (Promedio)	6,42	8,64	10,61	n.a.
8. Préstamos dados de baja en el período / Préstamos Brutos (Promedio)	1,12	7,04	5,29	n.a.
9. Préstamos Irregulares + Bienes Diversos / Préstamos Brutos + Bienes Diversos	9,90	9,19	11,46	6,38
F. Ratios de Fondeo				
1. Préstamos / Depósitos de Clientes	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2. Préstamos Interbancarios / Pasivos Interbancarios	n.a.	n.a.	(0,00)	(0,00)
3. Depositos de clientes / Fondeo Total excluyendo Derivados	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Anexo II

Dictamen

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACION DE RIESGO "afiliada de Fitch Ratings" - Reg. CNV N°9, reunido el 20 de marzo de 2015, ha decidido **confirmar*** las siguientes calificaciones de Tarshop S.A.:

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

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

-**Obligaciones Negociables Clase XIII por hasta un máximo de $500 millones**: **AA-(arg)**, perspectiva **Negativa**,

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

-**Obligaciones Negociables Clase XVII por un valor nominal de $15 millones (ampliable a $150 millones): A1(arg)**,

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

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

A su vez, el Consejo ha decidido **asignar** las siguientes calificaciones de Tarshop S.A.:

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

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

La calificación de Tarshop S.A. se fundamenta en la disposición y capacidad que tendría su accionista mayoritario para brindar soporte a la entidad en caso de que esta lo requiera. El Banco Hipotecario S.A. (calificada en AA(arg) con perspectiva negativa) es el accionista mayoritario con el 80% de la participación accionaria, y Alto Palermo S.A. (APSA, con calificación nacional de AA+(arg) con perspectiva estable) mantiene el 20% restante, ambas entidades forman parte de un mismo grupo económico. La calificadora evalúa como estratégicamente importante a Tarshop S.A. dentro de la estrategia de negocios de Banco Hipotecario S.A., dada la complementariedad de negocios entre ambas entidades y el histórico soporte operativo y financiero que le ha brindado el banco a la compañía.

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

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

Categoría A1(arg): Indica la más sólida capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Bajo la

escala de calificaciones nacionales, esta categoría se asigna al mejor riesgo crediticio respecto de todo otro riesgo en el país. Cuando las características de la emisión o emisor son particularmente sólidas, se agrega un signo "+" a la categoría.

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

Nuestro análisis de la situación de la entidad se basa en los estados contables auditados al 31.12.2014, con opinión sin salvedades por Price Waterhouse & Co. S.R.L. y Abelovich, Polano & Asociados S.R.L.

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

Fuentes de información

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

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

- Suplemento de Precios Preliminar de Obligaciones Negociables de Clase XX y Clase XXI provisto por el emisor el 18/03/2015.

La presente calificación se determinó en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por el emisor de carácter privado a Diciembre 2014 y la siguiente información pública:

- Estados contables auditados (último 31.12.2014), disponibles en www.cnv.gob.ar.
- Estados contables trimestrales auditados (último 30.09.2014), disponibles en www.cnv.gob.ar.
- Balance General Auditado, disponible en www.cnv.gob.ar.
- Suplementos de Precios de Obligaciones Negociables, disponible en www.cnv.gob.ar.

Anexo III

Descripción de las emisiones

Obligaciones Negociables a ser emitidas en tres clases por un total en conjunto de $ 45 millones (ampliable hasta la suma de $ 200 millones).

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

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

La Compañía podrá declarar desierto el proceso de adjudicación respecto de una o ambas clases, lo podrá implicar que no se emitirá obligación negociable alguno de la/s clase/s que se trate. En caso de declararse desierta la colocación de las obligaciones negociables Clase IX, Clase X o de la Clase XI, la/s clase/s cuyo monto no fuese declarado desierto podrá ser emitida (en conjunto, de aplicar) por el monto total máximo o, en su caso, por hasta el monto total autorizado.

Las Obligaciones Negociables Clase XI serán emitidas por un monto nominal mayor o menor a $15 millones con la posibilidad de ampliar el monto total hasta un máximo de $200 millones. La fecha de vencimiento de las obligaciones se producirá a los 36 meses contados desde la fecha de emisión y liquidación, y la amortización del capital se efectuará mediante un único pago al vencimiento. La Clase XI devengará trimestralmente un interés a tasa variable (BADLAR Privada + margen de corte a licitar).

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

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

Obligaciones Negociables Clase XII por un valor nominal de hasta $100 millones (ampliable hasta un máximo de $200 millones).

Las Obligaciones Negociables Clase XII constituirán obligaciones directas, incondicionales, no garantizadas y no subordinadas de la entidad, con igual prioridad de pago que todo otro endeudamiento no garantizado y no subordinado, presente y futuro de la compañía. La obligaciones negociables serán emitidas en el marco del Programa Global de Emisión de Obligaciones Negociables por hasta U$S100 millones (o su equivalente en otras monedas).

El monto máximo que podrá tomar la emisión será de $200 millones. La fecha de vencimiento de las obligaciones se producirá a los 24 meses contados desde la fecha de emisión, y la amortización del capital se efectuará mediante un sólo pago a la fecha de vencimiento. Las ON Clase XII devengarán un interés a tasa fija, que se pagará trimestralmente por período vencido desde la fecha de emisión y liquidación.

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

Las Obligaciones Negociables Clase XII fueron emitidas por $83.588.235 con vencimiento el 9 de agosto de 2015. Las obligaciones devengarán una tasa de interés fija nominal anual del 15%.

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

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

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

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

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

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

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

La Clase XV tendrá un plazo de 18 meses y devengará un interés a una tasa de interés variable que será la suma de una tasa de referencia (BADLAR privada) y un margen de corte a licitar. Los intereses se devengarán 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 XV fueron emitidas por $119.755.000 con vencimiento el 21 de octubre de 2015. Las obligaciones devengarán una tasa de interés variable nominal anual que será igual a una tasa de referencia (Badlar privada) más 490 puntos básicos.

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

La Clase XVII tendrá un plazo de 9 meses y devengará un interés a una tasa variable (anteriormente a tasa fija a determinar en el proceso de licitación), que será el promedio aritmético simple (ajustado a cuatro decimales) de todas las tasas de corte predeterminadas de las Letras Internas del Banco Central de la República Argentina en pesos, de plazo más próximo a los 90 días, que no podrá ser inferior a 60 días ni superior a 120 días (la "Tasa Lebac"), multiplicado por un factor de corte a licitar. En caso de que no haya publicaciones de la Tasa Lebac durante el período que se inicia el séptimo Día Hábil Bursátil anterior al inicio de cada Período de Devengamiento de Intereses y finaliza el séptimo Día Hábil Bursátil anterior a la Fecha de Pago de Intereses correspondiente, incluyendo el primero pero excluyendo el último,, se tomará la tasa de interés para depósitos a plazo fijo de más de $1 millón por períodos de entre 30 y 35 días de plazo de bancos privados de Argentina publicada por el BCRA (la "Tasa Badlar Privada") más 300 puntos básicos. La amortización del capital se efectuará en un solo pago a la fecha de vencimiento.

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

Las Obligaciones Negociables Clase XVII fueron emitidas por $41.065.777 con vencimiento el 26 de agosto de 2015.

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

La Clase XVIII tendrá un plazo de 18 meses y devengará un interés a una tasa de interés variable que será la suma de una tasa de referencia (BADLAR privada) y un margen de corte a licitar. Los intereses se devengarán en forma trimestralmente a período vencido. La amortización del capital se efectuará en un solo pago a la fecha de vencimiento.

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

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

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

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

La Clase XIX tendrá un plazo de 36 meses y devengará un interés a una tasa de interés variable que será la suma de una tasa de referencia (BADLAR privada) y un margen de corte a licitar. Los intereses se devengarán en forma trimestralmente a período vencido. La amortización del capital se efectuará en un solo pago a la fecha de vencimiento.

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

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

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

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

La Clase XX tendrá un plazo de 9 meses y devengará un interés a una tasa fija determinar en el proceso de licitación. La amortización del capital se efectuará en un solo pago a la fecha de vencimiento.

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

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

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

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

La Clase XXI tendrá un plazo de 18 meses y devengará un interés a una tasa de interés mixta conforme se describe a continuación: (i) desde la fecha de emisión y liquidación hasta el vencimiento del doceavo mes (inclusive) devengará intereses a una tasa fija a licitar que será determinada con anterioridad a la fecha de emisión y liquidación y (ii) desde el inicio del décimo tercer mes hasta la fecha de vencimiento devengará intereses a una tasa variables determinada por la suma de la tasa de referencia (Badlar Privada) más 500 puntos básicos.

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

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

Anexo IV

Glosario:

PN: Patrimonio neto.

ROA: Retorno sobre Activo.

ROE: Retorno sobre Patrimonio Neto.

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

Las calificaciones antes señaladas fueron solicitadas por el emisor, o en su nombre, y por lo tanto, FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO "afiliada de Fitch Ratings" –en adelante FIX SCR S.A. o la calificadora-, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: HTTP://WWW.FIXSCR.COM. ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB 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 considerase una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de calificación.

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

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. FIX SCR S.A. no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de FIX SCR S.A. no es un prospecto de emisión ni un substituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR S.A.. FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier titulo. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier titulo para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 70.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 1.000 y USD 150.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.