

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)
ON Clase XXII	AA-(arg)

Perspectiva

Calificación Nacional de Largo Plazo Negativa

Resumen Financiero

Miles	31/03/2015	31/03/2014
Activos (USD)	166.050	194.348
Activos (Pesos)	1.464.508	1.556.688
Patrimonio Neto (Pesos)	188.928	159.318
Resultado Neto (Pesos)	165	-30.509
ROA (%)	0,04	-8,12
ROE (%)	0,35	-70,88
PN / Activos (%)	12,9	10,2

Tipo de cambio de referencia del BCRA, 31/03/15=8,8197 y 31/03/14=8,0098

Criterios relacionados

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

Analistas:

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

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

Perfil

Tarshop S.A. (TS) es una entidad no bancaria que se dedica a la comercialización de productos de financiamiento al consumo. Su capital accionario es un 80% propiedad de Banco Hipotecario S.A. y el 20% restante es de IRSA Propiedades Comerciales SA (continuadora por cambio de denominación de Alto Palermo S.A. (APSA) – IRSA PC.

Factores relevantes de la calificación

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

Bajo desempeño: La rentabilidad conserva la tendencia de recuperación observada durante 2014. Si bien a mar'15 el resultado operativo de la entidad continúa siendo negativo, periódicamente el déficit se ha reducido sustentado en un fuerte crecimiento de sus ingresos por servicios y un adecuado control de la calidad de sus activos, que compensan la dinámica de los gastos operativos y la tendencia negativa de su margen de intereses. FIX estima que TS requerirá incrementar su volumen de negocios a fin de continuar mejorando su rentabilidad. Se prevé que el resultado operativo de Tarshop retorne a números positivos en el segundo semestre de 2015.

Ajustada capitalización: A mar'15 el capital ajustado representaba el 6.2% del activo total en balance. No obstante, los accionistas han aprobado un programa de capitalización en tramos. El primer tramo (\$110 mill.) se realizó el 15.12.2014. La capitalización le permitió a TS recomponer sus indicadores de solvencia y absorber pérdidas adicionales. Además, los accionistas aprobaron (02/06/15) la emisión de obligaciones negociables convertibles en acciones por \$200 mill. a ser suscriptas por los accionistas, que le brindan una mayor flexibilidad financiera a TS y una potencial mejora patrimonial a futuro.

Razonable calidad de activos: La cartera con mora mayor a 90 días representaba el 10.3% de las financiaciones, por encima de mar'14 (8%) producto del menor crecimiento de financiaciones y el incremento de la mora en tarjetas de crédito. La cobertura con provisiones 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 mar'15 el fondeo de la entidad se compone de deudas con comercios (23.3% del activo); financiaciones bancarias (12.1%); emisiones de obligaciones negociables (23.3%); y valores de deuda fiduciaria (21.1%).

Sensibilidad de la calificación

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

Perfil

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

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

TS se ubica dentro del rango de las diez entidades líderes del mercado de tarjetas de créditos no bancarias, con una red de 25 sucursales distribuidas en los centros comerciales de IRSA PC, la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, en el GBA y en el interior del país; y un plantel de 930 empleados a abr'15.

TS es propietaria del 12,5% del capital social de la sociedad anónima Supercard S.A. Esta última tiene como objeto esencial, otorgar y administrar una tarjeta de consumo - crédito, actuando como dueña de la marca y de la cartera de clientes. A su vez, TS y Supercard S.A. celebraron un acuerdo de *cobranding* en virtud del cual TS asumirá las funciones de emisor, procesador y administrador de una tarjeta de crédito denominada Supercard.

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

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

Desempeño

Entorno Operativo

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: crédito dirigido al sector productivo, fijación del spread de intermediación en banca minorista y nuevas reglas sobre el cobro de comisiones. 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.

El estancamiento producido en la economía en 2014 trajo aparejada una desaceleración del crecimiento del crédito al sector privado, no obstante la calidad de la cartera se conservó en

niveles saludables. Los ingresos extraordinarios derivados de la devaluación de enero 2014 y de las altas tasas pagadas por los instrumentos emitidos por el BCRA lograron compensar el efecto negativo de la menor demanda crediticia y del aumento de los costos de estructura en un contexto de alta inflación. De esta forma la participación de los préstamos al sector privado dentro del activo disminuyó del 49.9% al 45.0% entre el 2013 y 2014 y los activos líquidos pasaron a representar el 34.3% en 2014 desde el 30.2%.

En un año electoral, se estima que los agentes económicos se mostrarán prudentes en la toma de decisiones. FIX estima que la rentabilidad promedio del sistema podría sufrir una reducción el corriente año, con un probable menor margen financiero, producto de los topes de tasas, y mayores costos impulsados por la inflación.

Se espera un 2015 de transición, sin mayores cambios, pero un 2016 con un contexto más favorable, que pondrá a prueba las decisiones de los agentes, sus estrategias adoptadas con el fin de lograr un crecimiento del crédito sostenido, alargar el plazo de sus pasivos y mejorar la rentabilidad de las entidades en términos reales.

Desempeño de la entidad

Limitado desempeño

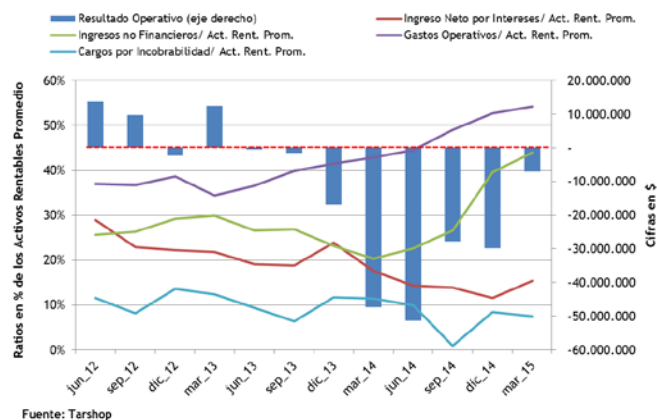
(%)	Mar'2015	2014	2013	2012
Ingresos Netos por Intereses/ Activos Rentables Prom.	15.43	13.19	19.96	21.62
Gastos de Administración / Total de Ingresos	91.44	113.73	80.34	76.66
Cargos por Incobrabilidad / Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad	147.45	(134.08)	106.38	109.06
Resultado Operativo / Activos Prom.	(1.92)	(10.21)	(0.49)	(0.85)
Resultado operativo / Activos Ponderados por Riesgo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Resultado Neto / Patrimonio Neto Prom.	0.35	(73.54)	(3.82)	(2.94)

Fuente: Tarshop S.A.

La rentabilidad de Tarshop, conserva la tendencia de recuperación observada durante 2014. Si bien a mar'15 el resultado operativo de la entidad continúa siendo negativo, periódicamente el déficit se ha reducido sustentado en un fuerte crecimiento de sus ingresos por servicios y un adecuado control de la calidad de sus activos, que compensan la dinámica de los gastos operativos y la tendencia negativa de su margen de intereses (ver Grafico #1).

La calificadora evalúa que los resultados de TS continúen presionados producto de la pesada carga de sus gastos

Grafico #1 - Evolución Resultado Trimestral



operativos, y la regulación del BCRA sobre tasas y comisiones que han reducido la libertad de las entidades para fijar sus precios de acuerdo al riesgo. 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”. Se prevé que el resultado operativo de Tarshop retorne a números positivos en el segundo semestre de 2015.

Dado su modelo de negocio, la diversificación de la base de ingresos de la compañía es acotada (ver Gráfico #2), y directamente relacionada al volumen de negocios de su operatoria de tarjeta de créditos y adelanto de efectivo. Por otro lado, los ingresos operativos de la entidad registran una reversión de su tendencia con un crecimiento del 6.07% interanual a mar’15, impulsados por los ingresos netos por servicios (+116.7% anual), principalmente por ingresos por comisiones de administración de cartera de créditos de terceras entidades entre las que se incluye Préstamos Jet, además de ingresos por seguros. Los ingresos netos por intereses se redujeron un 10.2% respecto de igual período de 2014, aunque se prevé reviertan su tendencia en 2015 con la mayor contribución de los adelantos en efectivos al resultado.

Dado que el modelo de negocio que explota TS requiere de una estructura que le brinde una amplia cobertura geográfica y cercanía a su base de clientes, los costos operativos representan una carga significativa en el resultado de este tipo de entidades. Sin embargo, el acuerdo con Visa (ver Perfil) y otros cambios organizativos recientes tendientes a aprovechar sinergias operativas con BH, le permitirán aumentar la eficiencia de su estructura y crecer en su volumen de negocios. A mar’15 los gastos operativos representaban el 91.4% de los ingresos brutos, consolidando la mejora observada en los trimestres anteriores (ver Gráfico #3).

Los cargos por incobrabilidad netos de recuperos se redujeron un 32.9% respecto del año anterior, producto de la adecuada calidad de activos y el constante recupero de créditos. Las medidas adoptadas por la entidad durante 2013 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 provisiones en el activo del balance (78% 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 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.

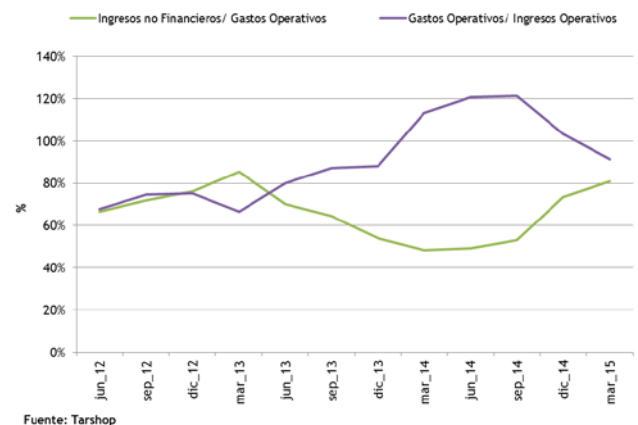
Riesgo de crédito

Gráfico #2: Ingresos brutos por tipo de ingresos (acum 12 meses) - Mar’2015



Fuente: Tarshop

Gráfico #3 - Evolución Eficiencia por Trimestre



Fuente: Tarshop

Razonable Calidad de Activos

(%)	Mar'2015	2014	2013	2012
Crecimiento de Préstamos Brutos (Ytd*)	(2.40)	(5.79)	23.81	15.85
Préstamos Irregulares / Préstamos Brutos	10.25	9.90	7.84	11.46
Previsiones / Préstamos Brutos	12.60	12.64	9.41	11.35
Préstamos Irregulares Netos de Previsiones / Patrimonio Neto	(15.44)	(18.56)	(1.59)	0.63
Cargos por Incob. / Préstamos Brutos Prom.	6.80	6.42	8.64	10.61

*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 mar'15 el stock de financiaciones brutas alcanzó los \$1.301,2 millones, lo que representa una reducción del 10% 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 66% de operaciones de tarjeta de crédito, un 5% de adelantos de dinero en efectivo, un 12% de primera operación y un 17% 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 10.3% de las financiaciones promedio, por encima de los niveles observado en los últimos dos ejercicios, producto del menor volumen de adelantos en efectivo –ya que la originación de estas financiaciones fueron destinadas a la operatoria de "Préstamos Jet" (ver Perfil)-, así como por el incremento en la morosidad del producto tarjeta de crédito (mar'15 5% vs mar'14 4.4%) y la aún elevada mora de las refinanciamientos (que representan el 8% de la cartera) a pesar su tendencia descendente.

Los castigos de cartera netos anualizados fueron elevados en el primer trimestre del ejercicio (7.7% del total de financiaciones promedio), en línea con la política de la compañía de vender parte de cartera irrecuperable (totalmente provisionada) y sacarla de balance.

A mar'15 las provisiones representaban un adecuado 12.6% del total de financiaciones promedios del ejercicio, lo cual representa una cobertura del 123% de la cartera con mora superior a 90 días y minimiza la exposición del patrimonio a potenciales pérdidas por riesgo de crédito (-15.4%).

TS presenta una acotada exposición a transacciones con entidades relacionadas. A mar'15 conservaba 1.1% de su activo con empresas vinculadas y 0.6% de su pasivo.

Riesgo de mercado

TS no presenta inversiones en el balance con motivo transaccional. Dentro del activo conservaba \$27.4 millones en fondos comunes de inversión para la administración de sus excesos temporales de liquidez y \$7.9 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 49% 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 66.7% de la cartera vencen dentro de un plazo de 90 días) que le permite ajustar la tasa de interés activa a una mayor velocidad, ii) el razonable calce entre activos y pasivos (duración promedio de los activos 5 meses vs 7 meses de los pasivos), y iii) a que los valores de deuda fiduciaria si bien son a tasas variable mantienen tope máximos y mínimos, lo que limita la volatilidad de la tasa pasiva.

Finalmente, la exposición a variaciones en el tipo de cambio se estima acotada. A mar'15 la empresa conservaba una posición activa neta en moneda extranjera equivalente a \$ 5.14 millones (2.7% del patrimonio), 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.

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.

El riesgo de liquidez es acotado producto del adecuado flujo de caja, la completa disposición de la línea de financiamiento que le provee su accionista y el buen calce de plazos entre los vencimientos del activo y pasivo. Los activos corrientes representan 1.06 veces los pasivos corrientes.

Capital

Buena Capitalización

(%)	Mar'2015	2014	2013	2012
Capital Ajustado / Activos Ponderados por Riesgo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Grafico #4: Riesgo de Tasa - Mar'2015

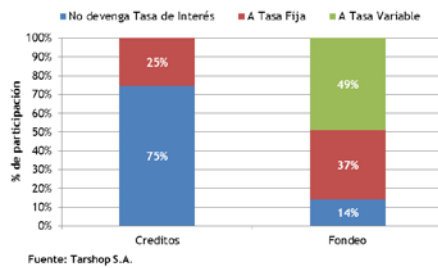


Grafico #5: Calce de Plazo - Mar'2015

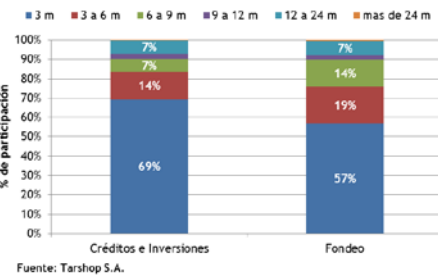
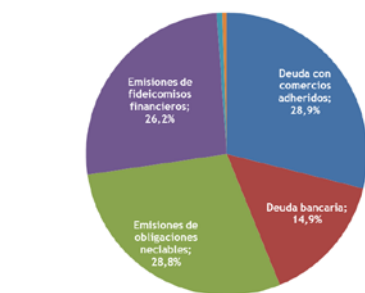


Grafico #6: Estructura del Fondeo - Mar'2015



Capital Tangible / Activos Tangibles	6.18	6.21	9.26	12.39
Ratio de Capital Regulatorio de Nivel 1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Patrimonio Neto / Activos	12.90	12.21	12.73	16.93
Resultado Neto - Dividendos pagados / Total del Patrimonio Neto	0.35	(58.84)	(4.01)	(2.92)

Fuente: Tarshop S.A.

La capitalización de TS es baja. A mar'15 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 (22/10/2014 BH y 24/10/2014 IRSA). 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.

El 02/06/2015 la Asamblea de Accionistas aprobó la emisión de obligaciones (subordinadas o no) convertibles en acciones por \$200 millones a ser suscriptas en forma privada por los accionistas. En el mismo acto la Asamblea autorizó el aumento de capital social y emisión de nuevas acciones ordinarias, en la medida y como resultado del ejercicio del derecho de conversión de las obligaciones negociables mencionadas. Los aportes serán utilizados para cubrir las necesidades de capital de trabajo de la entidad o cancelación de pasivos. La Calificadora considera que los nuevos aportes le brindarán una mayor flexibilidad financieras a la compañía, como una potencial mejora patrimonial a futuro de ejercerse la conversión de las obligaciones negociables.

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 mar 2015		31 dic 2014		31 mar 2014		31 dic 2013		31 dic 2012	
	3 meses ARS miles Original	Como % de Activos Rentables	Anual ARS miles Original	Como % de Activos Rentables	3 meses ARS miles Original	Como % de Activos Rentables	Anual ARS miles Original	Como % de Activos Rentables	Anual ARS miles Original	Como % de Activos Rentables
1. Intereses por Financiaciones	75.015,6	25,42	376.092,3	31,32	103.531,8	31,46	336.252,9	26,02	262.936,5	25,86
2. Otros Intereses Cobrados	21.688,4	7,35	70.518,2	5,87	15.942,9	4,85	46.074,0	3,57	45.991,4	4,52
3. Ingresos por Dividendos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
4. Ingresos Brutos por Intereses	96.704,0	32,77	446.610,5	37,19	119.474,7	36,31	382.326,8	29,59	308.927,9	30,38
5. Intereses por depósitos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
6. Otros Intereses Pagados	51.403,4	17,42	279.529,1	23,28	69.045,2	20,98	159.856,5	12,37	104.848,7	10,31
7. Total Intereses Pagados	51.403,4	17,42	279.529,1	23,28	69.045,2	20,98	159.856,5	12,37	104.848,7	10,31
8. Ingresos Netos por Intereses	45.300,6	15,35	167.081,4	13,91	50.429,5	15,33	222.470,3	17,22	204.079,2	20,07
9. Resultado Neto por operaciones de Intermediación y Derivados	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
10. Resultado Neto por Títulos Valores	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
11. Resultado Neto por Activos valuados a FV a través del estado de resultados	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
12. Resultado Neto por Seguros	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
13. Ingresos Netos por Servicios	129.301,8	43,82	314.576,5	26,19	59.665,0	18,13	272.975,8	21,12	229.229,6	22,54
14. Otros Ingresos Operacionales	393,2	0,13	4.817,3	0,40	-1.208,0	-0,37	9.469,5	0,73	3.225,7	0,32
15. Ingresos Operativos (excl. intereses)	129.695,0	43,95	319.393,8	26,59	58.457,0	17,76	282.445,4	21,86	232.455,3	22,86
16. Gastos de Personal	75.395,5	25,55	278.744,6	23,21	61.509,0	18,69	194.918,9	15,08	159.370,1	15,67
17. Otros Gastos Administrativos	84.616,6	28,68	274.537,6	22,86	61.733,0	18,76	210.725,2	16,31	175.269,0	17,24
18. Total Gastos de Administración	160.012,1	54,23	553.282,2	46,07	123.242,0	37,45	405.644,1	31,39	334.639,1	32,91
19. Resultado por participaciones - Operativos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
20. Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad	14.983,5	5,08	(66.807,0)	(5,56)	(14.355,5)	(4,36)	99.271,6	7,68	101.895,4	10,02
21. Cargos por Incobrabilidad	22.092,8	7,49	89.572,6	7,46	32.930,3	10,01	105.605,8	8,17	111.126,5	10,93
22. Cargos por Otras Previsiones	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
23. Resultado Operativo	(7.109,3)	(2,41)	(156.379,6)	(13,02)	(47.285,9)	(14,37)	(6.334,3)	(0,49)	(9.231,1)	(0,91)
24. Resultado por participaciones - No Operativos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
25. Ingresos No Recurrentes	771,3	0,26	4.234,6	0,35	1.317,5	0,40	1.968,5	0,15	1.246,3	0,12
26. Egresos No Recurrentes	508,6	0,17	2.319,7	0,19	699,7	0,21	1.632,0	0,13	3.035,5	0,30
27. Cambios en el valor de mercado de deuda propia	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
28. Otro Resultado No Recurrente Neto	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
29. Resultado Antes de Impuestos	(6.846,7)	(2,32)	(154.464,7)	(12,86)	(46.668,0)	(14,18)	(5.997,7)	(0,46)	(11.020,3)	(1,08)
30. Impuesto a las Ganancias	-7.011,8	-2,38	-43.401,7	-3,61	-16.159,3	-4,91	1.619,1	0,13	-5.256,3	-0,52
31. Ganancia/Pérdida de Operaciones discontinuadas	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
32. Resultado Neto	165,1	0,06	(111.063,0)	(9,25)	(30.508,7)	(9,27)	(7.616,8)	(0,59)	(5.764,0)	(0,57)
33. Resultado por diferencias de Valuación de inversiones disponibles para la venta	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
34. Revaluación del Activo Fijo	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
35. Resultados por Diferencias de Cotización	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
36. Otros Ajustes de Resultados	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
37. Resultado Neto Ajustado por FIX SCR	165,1	0,06	(111.063,0)	(9,25)	(30.508,7)	(9,27)	(7.616,8)	(0,59)	(5.764,0)	(0,57)
38. Memo: Resultado Neto Atribuible a Intereses Minoritarios	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
39. Memo: Resultado Neto Después de Asignación Atribuible a Intereses Minoritarios	165,1	0,06	-111.063,0	-9,25	-30.508,7	-9,27	-7.616,8	-0,59	-5.764,0	-0,57
40. Memo: Dividendos relacionados al periodo	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
41. Memo: Dividendos de Acciones Preferidas del Periodo	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-

Tarshop S.A.

Estado de Situación Patrimonial

	31 mar 2015		31 dic 2014		31 mar 2014		31 dic 2013		31 dic 2012	
	3 meses ARS miles Original	Como % de Activos	Anual ARS miles Original	Como % de Activos	3 meses ARS miles Original	Como % de Activos	Anual ARS mill Original	Como % de Activos	Anual ARS mill Original	Como % de Activos
Activos										
A. Préstamos										
1. Préstamos Hipotecarios	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
2. Otros Préstamos Hipotecarios	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
3. Préstamos de Consumo	1.216.023,6	83,03	1.269.898,4	82,17	1.394.783,1	89,60	1.367.468,7	91,67	1.108.166,0	95,00
4. Préstamos Comerciales	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
5. Otros Préstamos	85.237,2	5,82	63.324,9	4,10	51.334,1	3,30	47.633,4	3,19	34.753,4	2,98
6. Provisiones por riesgo de incobrabilidad	156.248,6	10,67	161.752,4	10,47	139.855,3	8,98	127.254,3	8,53	129.748,7	11,12
7. Préstamos Netos de Provisiones	1.145.012,2	78,18	1.171.470,9	75,80	1.306.261,8	83,91	1.287.847,7	86,34	1.013.170,7	86,85
8. Préstamos Brutos	1.301.260,8	88,85	1.333.223,3	86,26	1.446.117,1	92,90	1.415.102,0	94,87	1.142.919,4	97,98
9. Memo: Financiaciones en Situación Irregular	127.076,5	8,68	126.724,0	8,20	110.558,4	7,10	124.243,0	8,33	130.998,0	11,23
10. Memo: Préstamos a Valor Razonable	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
B. Otros Activos Rentables										
1. Depósitos en Bancos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
2. Operaciones de Pase y Colaterales en Efectivo	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
3. Títulos Valores para Compraventa o Intermediación	27.357,5	1,87	17.699,4	1,15	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
4. Derivados	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
4. Títulos Valores disponibles para la venta	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
5. Títulos registrados a costo más rendimiento	7.949,1	0,54	11.786,7	0,76	9.964,0	0,64	4.429,2	0,30	3.752,1	0,32
6. Inversiones en Sociedades	12,5	0,00	12,5	0,00	12,5	0,00	12,5	0,00	n.a.	-
7. Otras Inversiones	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
8. Total de Títulos Valores	35.319,1	2,41	29.498,7	1,91	9.976,5	0,64	4.441,7	0,30	3.752,1	0,32
9. Memo: Títulos Públicos incluidos anteriormente	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
10. Memo: Total de Títulos Comprometidos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
11. Inversiones en inmuebles	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
12. Activos en Compañías de Seguros	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
13. Otros Activos por Intermediación Financiera	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
13. Activos Rentables Totales	1.180.331,3	80,60	1.200.969,6	77,71	1.316.238,3	84,55	1.292.289,3	86,63	1.016.922,8	87,18
C. Activos No Rentables										
1. Disponibilidades	77.961,8	5,32	99.544,3	6,44	85.386,1	5,49	60.818,4	4,08	39.205,3	3,36
2. Memo: Exigencia de efectivo mínimo en ítem anterior	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
3. Bienes Diversos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
4. Bienes de Uso	22.275,5	1,52	19.118,2	1,24	14.963,2	0,96	14.649,2	0,98	7.621,1	0,65
5. Llave de Negocio	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
6. Otros Activos Intangibles	4.160,7	0,28	5.174,5	0,33	6.644,2	0,43	7.391,3	0,50	10.474,0	0,90
7. Créditos Impositivos Corrientes	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
8. Impuestos Diferidos	100.792,7	6,88	93.728,2	6,06	66.073,8	4,24	49.566,4	3,32	49.946,0	4,28
9. Operaciones Discontinuas	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
10. Otros Activos	78.986,4	5,39	127.003,4	8,22	67.382,2	4,33	66.951,9	4,49	42.345,5	3,63
11. Total de Activos	1.464.508,4	100,00	1.545.538,2	100,00	1.556.687,7	100,00	1.491.666,5	100,00	1.166.514,7	100,00
Pasivos y Patrimonio Neto										
D. Pasivos Onerosos										
1. Cuenta Corriente	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
2. Caja de Ahorro	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
3. Plazo Fijo	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
4. Total de Depósitos de clientes	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
5. Préstamos de Entidades Financieras	176.490,3	12,05	209.927,9	13,58	302.061,2	19,40	232.796,8	15,61	194.549,4	16,68
6. Operaciones de Pase y Colaterales en Efectivo	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
7. Otros Depósitos y Fondos de Corto Plazo	930.547,3	63,54	985.520,1	63,77	853.511,6	54,83	832.183,1	55,79	667.206,2	57,20
8. Total de Depósitos, Préstamos a Entidades Financieras y Fondos	1.107.037,6	75,59	1.195.448,0	77,35	1.155.572,8	74,23	1.064.979,9	71,40	861.755,6	73,87
9. Pasivos Financieros de Largo Plazo	91.914,1	6,28	85.478,0	5,53	154.649,7	9,93	130.311,5	8,74	54.941,2	4,71
10. Deuda Subordinada	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
11. Otras Fuentes de Fondo	1.774,4	0,12	2.747,0	0,18	26.716,2	1,72	48.496,5	3,25	722,6	0,06
12. Total de Fondos de Largo plazo	93.688,5	6,40	88.225,1	5,71	181.366,0	11,65	178.808,0	11,99	55.663,8	4,77
12. Derivados	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	220,0	0,02
14. Otros Pasivos por Intermediación Financiera	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
15. Total de Pasivos Onerosos	1.200.726,1	81,99	1.283.673,0	83,06	1.336.938,8	85,88	1.243.787,9	83,38	917.639,4	78,67
E. Pasivos No Onerosos										
1. Deuda valuada a Fair Value	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
2. Provisiones por riesgo de incobrabilidad	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
3. Otras Provisiones	27.980,1	1,91	28.977,9	1,87	26.630,8	1,71	23.506,0	1,58	19.196,3	1,65
4. Pasivos Impositivos corrientes	26.120,6	1,78	29.954,4	1,94	24.164,4	1,55	25.150,7	1,69	20.478,8	1,76
5. Impuestos Diferidos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
6. Otros Pasivos Diferidos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
7. Operaciones Discontinuas	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
8. Pasivos por Seguros	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
9. Otros Pasivos no onerosos	20.753,2	1,42	14.169,5	0,92	9.636,1	0,62	9.395,6	0,63	11.757,0	1,01
10. Total de Pasivos	1.275.579,9	87,10	1.356.774,8	87,79	1.397.370,0	89,77	1.301.840,1	87,27	969.071,5	83,07
F. Capital Híbrido										
1. Acciones Preferidas y Capital Híbrido contabilizado como deuda	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
2. Acciones Preferidas y Capital Híbrido contabilizado como Patrimonio	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
G. Patrimonio Neto										
1. Patrimonio Neto	188.928,5	12,90	188.763,4	12,21	159.317,7	10,23	189.826,4	12,73	197.443,2	16,93
2. Participación de Terceros	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
3. Reservas por valuación de Títulos Valores	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
4. Reservas por corrección de tipo de cambio	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
5. Diferencias de valuación no realizada y Otros	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
6. Total del Patrimonio Neto	188.928,5	12,90	188.763,4	12,21	159.317,7	10,23	189.826,4	12,73	197.443,2	16,93
7. Total de Pasivos y Patrimonio Neto	1.464.508,4	100,00	1.545.538,2	100,00	1.556.687,7	100,00	1.491.666,5	100,00	1.166.514,7	100,00
8. Memo: Capital Ajustado	83.975,1	5,73	89.860,8	5,81	86.599,7	5,56	132.868,7	8,91	137.023,2	11,75
9. Memo: Capital Elegible	83.975,1	5,73	89.860,8	5,81	86.599,7	5,56	132.868,7	8,91	137.023,2	11,75

Tarshop S.A. Ratios

	31 mar 2015	31 dic 2014	31 mar 2014	31 dic 2013	31 dic 2012
	3 meses	Anual	3 meses	Anual	Anual
A. Ratios de Rentabilidad - Intereses					
1. Intereses por Financiaciones / Préstamos brutos (Promedio)	22,78	26,97	28,95	27,53	25,10
2. Intereses Pagados por Depósitos/ Depósitos (Promedio)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3. Ingresos por Intereses/ Activos Rentables (Promedio)	32,94	35,26	37,15	34,31	32,72
4. Intereses Pagados/ Pasivos Onerosos (Promedio)	16,78	21,24	21,70	15,51	12,32
5. Ingresos Netos Por Intereses/ Activos Rentables (Promedio)	15,43	13,19	15,68	19,96	21,62
6. Ingresos Netos por Intereses menos Cargos por Incobrabilidad / Activos Rentables (Promedio)	7,90	6,12	5,44	10,49	9,85
7. Ingresos netos por Intereses menos Dividendos de Acciones Preferidas / Activos Rentables (Promedio)	15,43	13,19	15,68	19,96	21,62
B. Otros Ratios de Rentabilidad Operativa					
1. Ingresos no financieros / Total de Ingresos	74,11	65,65	53,69	55,94	53,25
2. Gastos de Administración / Total de Ingresos	91,44	113,73	113,18	80,34	76,66
3. Gastos de Administración / Activos (Promedio)	43,12	36,12	32,79	31,63	30,64
4. Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad / Patrimonio Neto (Promedio)	32,18	(44,24)	(33,35)	49,82	52,01
5. Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad / Activos (Promedio)	4,04	(4,36)	(3,82)	7,74	9,33
6. Cargos por Incobrabilidad / Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad	147,45	(134,08)	(229,39)	106,38	109,06
7. Resultado Operativo / Patrimonio Neto (Promedio)	(15,27)	(103,55)	(109,85)	(3,18)	(4,71)
8. Resultado Operativo / Activos (Promedio)	(1,92)	(10,21)	(12,58)	(0,49)	(0,85)
9. Impuesto a las Ganancias / Resultado Antes de Impuestos	102,41	28,10	34,63	(27,00)	47,70
10. Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad / Activos Ponderados por Riesgo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
11. Resultado operativo / Activos Ponderados por Riesgo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
C. Otros Ratios de Rentabilidad					
1. Resultado Neto / Patrimonio Neto (Promedio)	0,35	(73,54)	(70,88)	(3,82)	(2,94)
2. Resultado Neto / Activos (Promedio)	0,04	(7,25)	(8,12)	(0,59)	(0,53)
3. Resultado Neto Ajustado / Patrimonio Neto (Promedio)	0,35	(73,54)	(70,88)	(3,82)	(2,94)
4. Resultado Neto Ajustado / Total de Activos Promedio	0,04	(7,25)	(8,12)	(0,59)	(0,53)
5. Resultado Neto / Activos más Activos Administrados (Promedio)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
6. Resultado neto / Activos Ponderados por Riesgo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
7. Resultado neto ajustado / Activos Ponderados por Riesgo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
D. Capitalización					
1. Capital Ajustado / Riesgos Ponderados	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3. Tangible Common Equity/ Tangible Assets	6,18	6,21	5,84	9,26	12,39
4. Tier 1 Regulatory Capital Ratio	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
5. Total Regulatory Capital Ratio	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
7. Patrimonio Neto / Activos	12,90	12,21	10,23	12,73	16,93
8. Dividendos Pagados y Declarados / Utilidad neta	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
9. Dividendos Pagados y Declarados / Resultado Neto Ajustado por FIX SCR	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
10. Dividendos y recompra de Acciones / Resultado Neto	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
11. Resultado Neto - Dividendos pagados / Total del Patrimonio Neto	0,35	(58,84)	(77,66)	(4,01)	(2,92)
E. Ratios de Calidad de Activos					
1. Crecimiento del Total de Activos	(5,24)	3,61	4,36	27,87	11,64
2. Crecimiento de los Préstamos Brutos	(2,40)	(5,79)	2,19	23,81	15,85
3. Préstamos Irregulares / Total de Financiaciones	10,25	9,90	8,09	7,84	11,46
4. Previsiones / Total de Financiaciones	12,60	12,64	10,23	9,41	11,35
5. Previsiones / Préstamos Irregulares	122,96	127,64	126,50	102,42	99,05
6. Préstamos Irregulares Netos de Previsiones / Patrimonio Neto	(15,44)	(18,56)	(18,39)	(1,59)	0,63
7. Cargos por Incobrabilidad / Total de Financiaciones (Promedio)	6,80	6,42	9,34	8,64	10,61
8. Préstamos dados de baja en el periodo / Préstamos Brutos (Promedio)	7,71	1,12	3,85	7,04	5,29
9. Préstamos Irregulares + Bienes Diversos / Préstamos Brutos + Bienes Diversos	10,25	9,90	8,09	9,19	11,46
F. Ratios de Fondeo					
1. Préstamos / Depósitos de Clientes	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2. Préstamos Interbancarios / Pasivos Interbancarios	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	(0,00)
3. Depósitos de clientes / Fondeo 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 8 de julio 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,

-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,

Además, el Consejo de Calificación ha decidido asignar la siguiente calificación de Tarshop S.A.:

-Obligaciones Negociables Clase XXII 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, e IRSA Propiedades Comerciales SA (continuadora por cambio de denominación de Alto Palermo S.A. (APSA) -con calificación nacional de AA+(arg) con perspectiva estable- mantiene el 20% restante, ambas entidades forman parte de un mismo grupo económico. La 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.

Adicionalmente se consideraron los estados contables auditados al 31.03.2015, por Price Waterhouse & Co. S.R.L. y Abelovich, Polano & Asociados S.R.L., que no emite opinión dado el carácter limitado de la auditoría de los estados contables intermedios.

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

Fuentes de información

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

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

- Suplemento de Precios Preliminar de Obligaciones Negociables de Clase XX y Clase XXII provisto por el emisor el 24/06/2015.

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

- Estados contables auditados (último 31.12.2014), disponibles en www.cnv.gob.ar.
- Estados contables trimestrales auditados (último 31.03.2015), disponibles en www.cnv.gob.ar.
- Balance General Auditado, disponible en www.cnv.gob.ar.
- Suplementos de Precios de Obligaciones Negociables, disponible en www.cnv.gob.ar.

Anexo III

Descripción de las emisiones

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

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

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

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

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

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

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

Las Obligaciones Negociables Clase XII constituyen 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. Las obligaciones negociables fueron 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 podía tomar la emisión era 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 devengan un interés a tasa fija, que se paga 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 constituyen 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 podía superar el monto total máximo (\$45 millones). Sin perjuicio de ello, el monto total máximo podía ser reducido o ampliado hasta el monto total autorizado, el cual ascendía a \$150 millones y este no podía excederse en ningún momento. Cada una de las clases de las Obligaciones Negociables podía ser emitida por un monto nominal mayor o menor a \$15, sin superar el monto total autorizado.

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

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

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

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

Obligaciones Negociables podía ser emitida por un monto nominal mayor o menor a \$15, sin superar el monto total autorizado.

La Clase XVII con vencimiento a los 9 meses y devengan un interés a una tasa variable, que es 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 licitado en la colocación. 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 constituyen obligaciones directas, incondicionales, no garantizadas y no subordinadas de la entidad, con al menos igual prioridad de pago que todo otro endeudamiento no garantizado y no subordinado, presente y futuro de la compañía.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

El monto de emisión de las Obligaciones Negociables Clase XXII será por hasta un valor nominal de \$20 millones y podrá ser ampliado hasta el monto total autorizado de \$300 millones, el cual no puede excederse en ningún momento.

La Clase XXII tendrá un plazo de 18 meses y devengará 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) 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 séptimo 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 calificador–, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

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

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

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