

Cartasur Cards S.A.

Informe Integral

Calificaciones

Nacional

ON Clase III por hasta \$150 Mill. A3(arg)

Perspectiva

Calificación de Largo Plazo Estable

Resumen Financiero

Millones	31/03/2018	31/03/2017
Activos (USD)	78,5	49,0
Activos (Pesos)	1580,7	753,9
Patrimonio Neto (Pesos)	473,2	310,0
Resultado Neto (Pesos)	179,7	132,9
ROA (%)	20,1	32,7
ROE (%)	57,2	71,1
PN / Activos (%)	29,9	41,1

* Tipo de cambio de referencia del BCRA; 31/03/18: 20.1433 y 31/03/17: 15.3818

Criterios relacionados:

[Metodología de Calificación de Entidades Financieras, registrada ante la Comisión Nacional de Valores.](#)

Analista Principal

Nicolás Sanvitale
Analista
5411 – 5235 – 8147
nicolas.sanvitale@fixscr.com

Analista Secundario

Gustavo Avila
Director
5411 – 5235 – 8100
gustavo.avila@fixscr.com

Responsable del Sector

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

Perfil

Cartasur Cards S.A. (Cartasur o CS) es una entidad financiera que opera fuera de las exigencias regulatorias del Banco Central de la República Argentina (BCRA) y que se focaliza en la financiación al consumo a través de préstamos personales y tarjeta de crédito.

Factores relevantes de la calificación

Buena rentabilidad: La rentabilidad de Cartasur es elevada basada principalmente en su alto margen por intereses, acorde al alto riesgo de crédito del segmento de mercado en que focaliza su operatoria. A mar'18 el ROE de la entidad alcanzaba el 57.2% y el ROA el 20.1%, por encima de la media de las entidades financieras no bancarias.

Baja calidad de activos: La irregularidad de la cartera de la compañía se ha caracterizado por ser elevada y superior a su grupo de comparables. FIX considera que el mercado objetivo en el que implementa su modelo de negocio presenta un elevado riesgo de crédito resultando en indicadores de cartera non-performing altos en situaciones de stress. A mar'18 la cartera irregular alcanzaba el 27.9%, mientras que al considerar únicamente la cartera con mora menor a un año, la irregularidad alcanzaría el 19.5%.

Ajustada cobertura con provisiones: La política de la empresa contempla la previsión del 100% de los créditos con una mora superior a los 180 días, resultando en una ajustada cobertura con provisiones de la cartera irregular (75,7% a mar'18), y en una exposición del 24.8% del patrimonio a pérdidas por incobrabilidad de créditos (12.9% a mar'17).

Adecuada capitalización: La buena generación de resultados de la compañía contribuye a una adecuada capitalización de CS (mar'18 29.9% capital tangible / activos tangibles). La capitalización, medida como PN/Activos disminuyó a 29.9% a mar'18 (41.1% a mar'17), debido en parte a la distribución de dividendos y principalmente al fuerte incremento en el volumen de negocios (+112.7% los préstamos brutos vs mar'17).

Escasa diversificación de ingresos: CS muestra una acotada diversificación en sus fuentes de ingresos, siendo el margen financiero el principal y prácticamente el único flujo de ingresos.

Progresiva diversificación del fondeo: Históricamente, CS se ha fondeado a través de la venta de cartera con recurso a bancos de la plaza local, líneas con entidades financieras, la emisión de fideicomisos financieros y capital propio. Adicionalmente, durante 2017, emitió sus primeras dos ONs por un monto total de \$175 millones y acordó un préstamo sindicado a 24 meses por \$163 millones, a fin de mejorar el plazo promedio de sus pasivos. En este sentido, en jul'18 la entidad acordó un segundo préstamo sindicado por \$80 M y planea emitir en el corto plazo la Obligación Negociable Clase III por un monto de hasta \$150 M.

Ajustada liquidez: El riesgo de liquidez se encuentra mitigado por el corto plazo de sus activos que minimizan el riesgo de descalce. Al 31.03.18 el activo corriente representaba 1.4 veces el pasivo corriente (1.74 a mar'18). No obstante, la estrategia de la entidad de optimizar su capital, expone a CS a una ajustada posición de liquidez lo que puede afectar a la entidad ante escenarios de estrés financiero como el actual.

Sensibilidad de la calificación

Liquidez y desempeño: En caso de un fuerte estrés de liquidez y/o un deterioro severo de la calidad de la cartera o en la solvencia de la entidad, podrían generar presiones a las calificaciones de la entidad. Por otra parte, un crecimiento sostenido de Cartasur conservando adecuados niveles de calidad de cartera, capitalización y liquidez, en conjunto con una formalización de su estructura de Gobierno Corporativo, podría generar una revisión a la suba.

Perfil

Cartasur Cards S.A. (CS) comenzó a operar en 1987 con el objetivo de explotar el otorgamiento de financiamiento a sectores de medios y bajos ingresos/no bancarizados. Los dos accionistas en el capital de Cartasur Cards SA son personas físicas, el Sr. Elguer (60%) y la Sra. Lo Presti (40%).

CS es una entidad financiera que opera fuera de las exigencias regulatorias del Banco Central de la República Argentina (BCRA) y que se focaliza en la financiación al consumo a través de préstamos personales y tarjeta de crédito. Su trayectoria de casi 30 años le ha permitido desarrollar una importante estructura organizacional con una casa central ubicada en Lomas de Zamora, posee además 30 sucursales concentradas en el sudoeste del Gran Buenos Aires, una estructura comercial con vendedores dispuestos en las sucursales (en total, 150 personas en sucursales) y una plataforma de call center con 20 personas dedicadas a la venta de los servicios vía telefónica y al seguimiento de mora temprano. A mar'18, la dotación total de personal es de 300 personas.

En los últimos años, se ha centrado en los créditos personales para el consumo, CartaSur cuenta con 290.000 clientes activos en la línea de Préstamos Personales. En la Línea de Tarjeta de Crédito les ha otorgado la tarjeta a más de 120.000 clientes.

Sus operaciones se dividen en dos áreas principales: i) tarjeta de crédito (marca propia creada en 1992 y está integrada al sistema Cabal y ii) créditos personales, compuesto por seis líneas o planes diferenciados de acuerdo a las características de los clientes, las finalidades del crédito, plazos y montos, etc. Los créditos se orientan a empleados en relación de dependencia comprobable y jubilados. Cerca del 65% de sus operaciones se relacionan a créditos colocados debido a una política de renovaciones de acuerdo al buen cumplimiento de las obligaciones asumidas por los clientes.

La estrategia de la entidad para el mediano plazo se orienta a continuar focalizando su negocio en el financiamiento al consumo a personas no bancarizadas de medianos y bajos ingresos en relación de dependencia, ampliando su cartera a jubilados y pensionados. Dentro de esta estrategia, planea la apertura de dos nuevas sucursales, aumentar la eficiencia de las existentes y desarrollar estrategias orientada a diversificar sus fuentes de fondeo.

Gobierno Corporativo

CS es dirigida por un Directorio y la Gerencia General, que a su vez se apoyan en cuatro gerencias: Administración y Finanzas, Operaciones y Sistemas, Cobranzas y Comercial. A través de la Gerencia de Operaciones y Sistemas se centraliza el análisis de riesgo de crédito de la compañía, que se realiza por un sistema de *scoring*, para lo cual cuenta con 7 analistas de riesgos. A su vez, dentro de la estructura organizacional, las áreas de sistemas y cobranzas juegan un rol importante en la viabilidad del negocio, dado que permiten el correcto funcionamiento de los sistemas y de la plataforma informática sobre la cual se basa la gestión de la compañía y por otro lado, una fuerte y activa política de cobranzas, lo cual resulta necesario dado el mercado no bancarizado al que enfoca su operatoria la compañía. En enero de 2018, se incorporó a la compañía un nuevo gerente de Cobranzas, con el objetivo de profesionalizar la gestión del área. El *management* de CS presenta una vasta experiencia en el negocio de financiaciones al consumo y ha logrado sortear exitosamente situaciones de *stress* macroeconómico. En el último año, CS presentó mejoras en su Gobierno Corporativo como parte del proceso de profesionalización de la compañía, que previamente se desempeñaba en línea a una entidad más pequeña y de carácter familiar. Para esto, incorporó nuevos directores y formó una sindicatura colegiada, incorporando una auditoría interna, a cargo del Estudio Alaluf y una auditoría externa, a cargo de BDO.

Desempeño

Entorno Operativo

Ante la dificultad del gobierno para reducir el gasto público, en diciembre de 2017 el Banco Central debió revisar a la suba la meta de inflación a mediano plazo que había sido establecida al inicio de la actual gestión. Dicha acción, que trajo aparejados ciertos reparos acerca de la autonomía de la Autoridad Monetaria, junto con factores exógenos que fueron sucediendo durante los meses siguientes, tales como la suba de la tasa de interés de los Estados Unidos, condiciones climáticas adversas que ocasionaron una fuerte caída de la producción agrícola y, consecuentemente, de los ingresos por exportaciones, así como el aumento del valor de las importaciones como consecuencia del incremento en el precio internacional de la energía, generó un cambio en las expectativas que derivó en una fuerte presión sobre el mercado de cambios por la mayor demanda de dólares de los particulares como reserva de valor.

Durante los primeros meses de 2018 el sistema financiero continuó exhibiendo avances en materia de profundidad, inclusión y modernización. A marzo de 2018 el crédito al sector privado registró un crecimiento interanual real del orden del 25%, alcanzando un nivel equivalente al 14.3% del PBI. Los préstamos hipotecarios UVA explicaron parte de esa expansión, ya que, a pesar de su baja participación relativa en el total de créditos, exhibieron un incremento de cerca del 200% real interanual. En materia de inclusión financiera, los montos involucrados en transferencias inmediatas, débitos directos y uso de tarjetas de débito y crédito registraron durante el primer trimestre de 2018 un incremento interanual real del 15.9%. FIX estima que la tendencia creciente del uso de medios de pago alternativos al efectivo se mantendrá en los próximos meses.

Sin embargo, a partir de abril, en virtud del mayor rendimiento de los bonos de los Estados Unidos, los grandes inversores institucionales reestructuraron sus carteras con mayor ponderación de los mismos, en detrimento de otros activos más riesgosos. Esto produjo una devaluación de la moneda doméstica en los países de la región, que se acentuó en Argentina debido a la creciente necesidad del gobierno nacional de acudir al mercado de capitales – nacional e internacional- a fin de financiar la brecha del gasto no cubierta con ingresos genuinos. Frente al menor apetito de los inversores institucionales por la deuda argentina y mayor necesidad de financiamiento del gobierno en un escenario de déficit creciente de la cuenta corriente del balance de pagos por los motivos antes explicados, la demanda de moneda extranjera aumentó significativamente, generando más presión sobre el mercado de cambios. Para revertir esta situación, el Banco Central, que había reducido la tasa de política monetaria al 27.25% en enero, debió aumentarla a 30.25% a fines de abril y a 40% a principios de mayo para contener las expectativas de inflación, con los consecuentes efectos negativos sobre el crédito y la mora.

En este contexto, el sistema financiero demostró un nivel significativo de resistencia a cambios adversos en el contexto. Sobre la base de las sólidas regulaciones prudenciales impuestas por la Autoridad Monetaria, que permitieron a los bancos en general mantener adecuados niveles de solvencia, liquidez y provisiones, la exposición de las entidades financieras a factores de riesgo sistémico continuaría siendo moderada. El avance en el proceso de desinflación tuvo un fuerte impacto sobre la intermediación financiera a partir de mayo, ya que las tasas nominales activas reconocieron como piso el nivel del instrumento de política monetaria, lo cual produjo una desaceleración de la tasa de crecimiento del crédito al sector privado, así como un incremento de la mora, especialmente en el segmento de consumo, en un escenario de paritarias aún en proceso de renegociación o reapertura.

Debe señalarse que el Banco Central ha recurrido a todas las herramientas a su alcance a efectos de reducir el impacto de la mayor volatilidad nacional e internacional sobre el cumplimiento de las metas de inflación. Entre ellas, el aumento de encajes, la emisión de un

bono que se computa para la integración de requisitos de liquidez y la reducción al 5% de la posición global neta en moneda extranjera que pueden exhibir los bancos en sus estados financieros.

A efectos de satisfacer las necesidades de financiamiento protegiéndose de las volatilidades de los mercados, el gobierno nacional obtuvo del Fondo Monetario Internacional un Acuerdo Stand-By por 36 meses por un monto aproximado de USD 50.000. Como contrapartida, asumió el compromiso de acelerar el proceso de reformas estructurales que permitan la reducción del déficit primario alcanzando el equilibrio en 2020. FIX entiende que esta inyección de moneda extranjera contribuirá a descomprimir la presión sobre el mercado cambiario.

Adicionalmente, la sociedad Morgan Stanley Capital International (MSCI, por sus siglas en inglés), reclasificó al país en la categoría de país emergente -status que había perdido en 2009-, basado en la percepción de los inversores institucionales con relación a que el país será capaz de mantener las condiciones actuales de acceso al mercado de capitales. Se estima que esta resolución podría alentar el ingreso de capitales extranjeros en el futuro, especialmente proveniente de aquellos inversores institucionales que no están habilitados a operar con países considerados de frontera.

Para los próximos meses, FIX espera un gradual reacomodamiento de las variables. La mayor disponibilidad de divisas debería atenuar la presión sobre el mercado de cambios, lo cual podría generar la reducción de la tasa de política monetaria, que a su vez induciría a la variación de las tasas de interés en el mismo sentido y al retorno del crédito al sector privado a su sendero de crecimiento hacia fin de año, aunque más moderado en virtud del menor incremento esperado del PBI (1.3% para 2018 según estimaciones de Fitch). Se estima que el sistema financiero seguirá avanzando en profundización, inclusión y modernización en 2019.

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

Desempeño de la Entidad

Rentabilidad (NIIF)

(%)	Mar'18	Jun'17	Mar'17	Jun'16
Ingresos Netos por Intereses/ Activos Rentables Prom.	96,1	111,2	114,4	128,0
Gastos de Administración / Total de Ingresos	45,3	41,9	41,9	49,5
Cargos por Incobrabilidad / Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad	37,5	29,0	25,5	15,6
Resultado Operativo / Activos Prom.	29,2	43,5	45,7	50,4
Resultado Neto / Patrimonio Neto Prom.	57,2	69,9	71,1	57,0

Fuente: Cartasur Cards S.A. NIIF

CS registra muy buena rentabilidad basada en su elevado margen por intereses (acorde al segmento de mercado en el que desarrolla su operatoria) un razonable control sobre la evolución de sus gastos y una aceptable incidencia de los cargos por incobrabilidad en el resultado operativo. A mar'18 la rentabilidad medida por el ROA y ROE (20.2% y 57.2% respectivamente) es muy superior a la media de entidades Financieras No Bancarias reguladas por el BCRA (3.0%

y 21.2% respectivamente a mar'18), pero en línea con entidades comparables (EFnB desreguladas). No obstante, la rentabilidad es menor respecto al año anterior (32.6% el ROA y 71.4% el ROE a mar'17). Esto se debe a que el elevado riesgo de crédito de su operatoria genera resultados con mayor volatilidad histórica.

Hacia adelante, FIX considera que la rentabilidad de este tipo de compañías puede verse afectadas producto de una menor actividad económica y mayores niveles de desempleo, lo que aumentaría los cargos por incobrabilidad e impactaría negativamente en la demanda potencial de crédito. No obstante, se considera que el margen de CS es holgado, y que la buena generación de resultados histórica se mantendrá en el mediano plazo. Hacia adelante, FIX espera un menor crecimiento en la originación de préstamos de estas compañías que mitiguen los riesgos mencionados.

CS muestra una acotada diversificación en sus fuentes de ingresos, siendo el margen financiero el principal y prácticamente el único flujo de ingresos de la compañía. No obstante, se destaca el elevado margen por intereses que presenta la entidad. A mar'18 el ratio de intereses por financiaciones/préstamos brutos promedio, alcanzaba el 90.4%.

En tanto, el ratio de cargos por incobrabilidad sobre resultado operativo antes de cargos por incobrabilidad alcanzaba a mar'18 un 37.5%, nivel considerado bueno de acuerdo a su operatoria. El mismo evidenció un deterioro respecto a mar'17 (25.5%) debido al fuerte incremento del volumen de negocios de la compañía en los últimos periodos.

La eficiencia de CS es adecuada a su operatoria. La buena generación de ingresos de los últimos periodos redundó en mejoras de la eficiencia operativa (gastos/ingresos: 45.3% a mar'18) por debajo de sus niveles históricos (cercanos al 60%), aunque se ubica levemente por encima del año anterior (41.9% a mar'17). A su vez, la eficiencia medida en términos de sus activos mejoró fuertemente (38.8% a mar'18) respecto a años anterior (mayor al 50%) debido al incremento del volumen de préstamos registrado.

Riesgos

Administración de Riesgos

Debido al tipo de negocio que desarrolla, el principal riesgo de CS es el de crédito. La cartera de préstamos es el principal activo de la compañía y representa –neta de provisiones- el 85,8% del total de activos. La entidad no se dedica a la transacción de títulos, sólo opera en moneda local, por lo que no registra descalce de moneda, y el riesgo de tasa está acotado por el amplio diferencial de tasas y la alta rotación de su cartera de financiaciones.

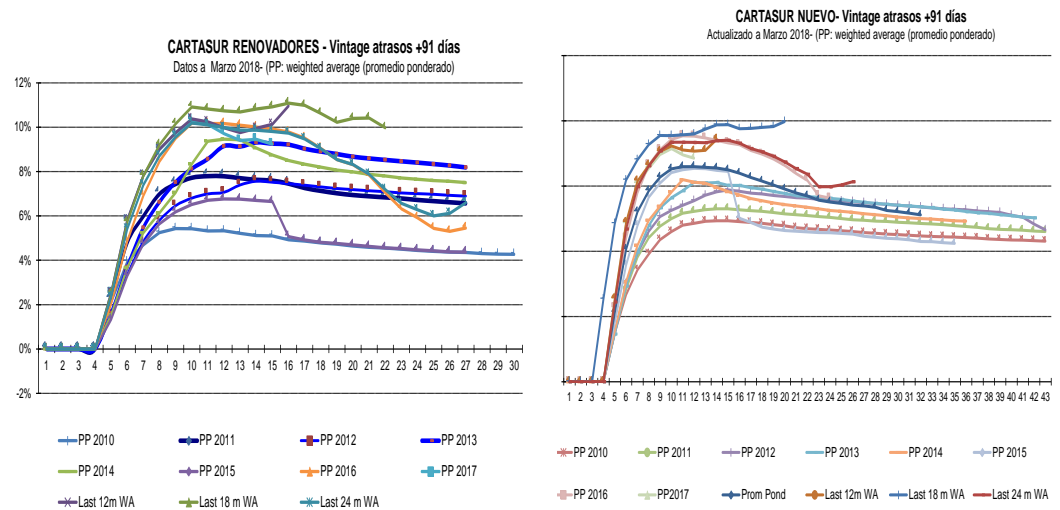
Calidad de Activos (NIIF)

(%)	Mar'18	Jun'17	Mar'17	Jun'16
Crecimiento de Préstamos Brutos (Ytd*)	80,3	121,0	87,3	69,4
Préstamos Irregulares / Préstamos Brutos	27,9	26,5	23,4	25,9
Provisiones / Préstamos Brutos	21,1	18,7	18,5	19,5
Préstamos Irregulares Netos de Provisiones / Patrimonio Neto	24,8	19,8	12,9	12,4
Cargos por Incob. / Préstamos Brutos Prom.	16,0	15,8	13,9	8,1

*Ytd: Year-to-date

Fuente: Cartasur Cards S.A. NIIF

Por su parte, al hacer el análisis de la morosidad histórica de la cartera consolidada de la entidad, de acuerdo a su vintage, la mora de la entidad se ubica levemente por encima del 10% para los clientes “renovadores” (ya fueron clientes de la entidad previamente), y por encima del 15% para los clientes “nuevo” (primera vez que tomar un crédito en CS).



Riesgo crediticio

CS se ha especializado en la financiación de actividades de consumo, enfocando su estrategia en personas en relación de dependencia comprobable no bancarizada y jubilados o pensionados del sudoeste del Gran Buenos Aires. En este sentido, FIX considera que el mercado objetivo en el que implementa su modelo de negocio, presenta un elevado riesgo de crédito, resultando en indicadores de incobrabilidad elevados históricamente.

Su política de crédito se realiza a través de un *scoring* que se ha sofisticado a través de los años y sobre el cual CS ha logrado la automatización de los procesos, minimizando la posibilidad de errores. Asimismo, en los últimos años se han incrementado las herramientas disponibles para el análisis de riesgo previo al otorgamiento del crédito.

Cartasur desarrolló en 2012 un motor de decisión a través su CRM Engage, con el que se analiza al potencial cliente tanto en su comportamiento previo con la empresa (en caso de existir antecedentes), en su comportamiento con el resto del sistema financiero tanto en entidades financieras como otras entidades de consumo no financieras, su situación de empleo, etc, en base a este análisis se realiza una oferta personalizada de acuerdo a la calificación que logra el cliente.

Los montos otorgados por créditos son de hasta \$40.000 (sólo para renovaciones con buena historia crediticia), con plazos de hasta 18 meses, en cuotas fijas y en pesos. No obstante, en promedio, los préstamos se ubican en los \$14.000 y a un plazo de un año.

El otorgamiento depende del tipo de financiación, el ingreso demostrable y la calificación asignada al deudor. En este sentido, para el acceso a las distintas líneas de crédito, CS requiere un ingreso demostrable y la relación cuota ingresos no debe superar el 30%.

La cartera está atomizada, los principales deudores representen menos del 1% del total de financiaciones. Sin embargo, como se mencionó anteriormente su actividad crediticia se concentra geográficamente en el sudoeste de Gran Buenos Aires.

A mar'18 la cartera de préstamos a individuos representaba el 94.6% del total de financiaciones, dando cuenta del menor peso de la operatoria de tarjeta de crédito dentro del modelo de negocio de CS (a jun'08 la relación era del 70/30).

La irregularidad de la cartera de la compañía se ha caracterizado por ser elevada y superior a su grupo de comparación (27.9% a mar'18 y 23.4% a mar'17). No obstante, con fines comparativos, de considerarse sólo cartera con mora mayor a 90 días y suponiendo que el castigo de cartera se realiza a los 365 días (como la media de sus competidores), la cartera *non-performing* ascendería al 19.5% a mar'18, lo cual es elevado respecto a las entidades financieras no bancarias reguladas por BCRA (4.6% a mar'18), pero se encuentra en línea a las entidades desreguladas (entre un 15 y 20%) que tiene modelos de negocios similares al de Cartasur.

Dado el tipo de actividad que desarrolla la compañía, la cartera no cuenta con garantías. La política de provisiones de la empresa se basa en provisionar el 100% de los créditos con una mora superior a los 180 días.

A mar'18, la entidad presentaba una ajustada cobertura con provisiones de la cartera irregular (75.7% a mar'18 vs. 78.9% a mar'17), y una mayor exposición del patrimonio a pérdidas por incobrabilidad de créditos que alcanzaba el 24.8%. (12.9% a mar'17).

Riesgo de mercado

El riesgo de mercado de CS es limitado por el corto plazo generalizado de sus activos y pasivos. A mar'18, prácticamente el 100% de los pasivos tenía un vencimiento inferior al año, mientras que la cartera de préstamos es de muy corto plazo. Por otro lado, CS no presenta riesgo cambiario pues no posee ningún activo ni pasivo nominado en moneda extranjera.

El riesgo de tasa es acotado dado el alto spread entre las tasas activas (tasa nominal anual promedio cercana al 100%) y pasiva producto del alto riesgo del segmento al que orienta su operatoria, y al corto plazo de sus financiaciones (vida promedio de 12 meses).

Dentro de los pasivos financieros que representaban el 82.3% del pasivo, el 78.2% estaba a tasa fija y el restante a tasa variable.

Si bien, existe la posibilidad de que incrementos en el costo económico de las financiaciones implique la absorción de parte del diferencial de tasas, durante los últimos años el *spread* resultó ser suficientemente elevado para absorber los cargos por incobrabilidad.

Fuentes de Fondos y Capital

Fondeo y Liquidez

La entidad mantiene una razonable diversificación de su fondeo. Históricamente, CS se ha fondeado a través de la venta de cartera con recurso a bancos de la plaza local, la emisión de fideicomisos financieros y capital propio.

En tanto, en 2017, la entidad emitió dos Obligaciones Negociables (Clase I y Clase II) por un monto de \$75 millones y \$100 millones respectivamente, a fin de lograr una creciente flexibilidad en el manejo de sus flujos y en el plazo promedio de sus pasivos. A su vez, con el mismo objetivo, en 2017 realizó un préstamo sindicado con varias entidades financieras por \$163.5 millones. En este sentido, en jul'18 la entidad acordó un segundo préstamo sindicado por \$80 M y planea emitir en las próximas semanas la Obligación Negociable Clase III por un monto de hasta \$150 M.

A partir de esto, en mar'18, los pasivos financieros representaban el 57.7% del activo y el capital propio el 29.9% revirtiendo la composición histórica del fondeo, donde el capital propio predominaba (44.0% y 44.7% respectivamente a mar'17).

A marzo de 2018, los pasivos financieros se componen de: acuerdos con entidades financieras (Préstamos, descubiertos y cesión de cartera) tales como Supervielle, Mariva, BST, Comafi, Banco de Comercio, Cuenca, Meridian, BBVA, Santander Río, CMF e Itaú por un 59.7%; Obligaciones Negociable por un 21.0% y Fideicomisos Financieros por un 19.2%.

Dentro de los acuerdos con entidades financieras, la mayor parte responde a líneas de cesión de cartera, seguido por el préstamo sindicado mencionado. En tanto, los acuerdos por descubiertos en cuenta corriente son poco representativos para el total.

En cuanto a las ONs, Cartasur planea continuar con una o dos emisiones al año, dependiendo de los requerimientos de fondeo necesarios para el crecimiento del volumen de negocios. En este sentido, planea emitir la ON Clase III por hasta \$150 millones en el corto plazo.

Adicionalmente, la entidad continúa financiándose mediante la emisión de fideicomisos financieros. La última emisión correspondió al fideicomiso serie XIV, el cual figuraba a mar'18 como un pasivo financiero por cerca de \$167 millones.

Al 31.03.18 el activo corriente representaba 1.4 veces el pasivo corriente. El riesgo de liquidez de la entidad se encuentra mitigado por el corto plazo de sus activos que minimizan el riesgo de descalce (alta rotación de cartera) y la buena capitalización

No obstante, por su modelo de negocios, la compañía sostiene posiciones de liquidez ajustadas que optimizan el rendimiento del capital. En este sentido, ante escenarios de estrés como el ocurrido en el pasado mes de mayo, la continua necesidad de refinanciación de parte de sus pasivos podría afectar la rentabilidad de este tipo de compañías.

Capital

Capitalización (NIIF)

(%)	Mar'18	Jun'17	Mar'17	Jun'16
Capital Tangible / Activos Tangibles	29,94	44,06	41,12	59,55
Patrimonio Neto / Activos	29,94	44,06	41,12	59,55
Resultado Neto - Dividendos pagados / Total del Patrimonio Neto	50,57	40,86	57,11	36,96

Fuente: Cartasur Cards S.A. NIIF

La buena generación de resultados de CS ha contribuido al crecimiento de su patrimonio, lo que le permite sostener buenos niveles de capitalización aún con el fuerte incremento en el volumen de activos. De esta manera, el ratio PN/Activos se ubica en 29.9% a mar'18, nivel considerado adecuado, aunque cayó fuertemente respecto al año anteriores (44.1% a la misma fecha, el crecimiento anual de los activos fue de 109.7%). En tanto, ajustado por provisiones, el ratio PN/Activos es de 24.9% a mar'18.

A su vez, el endeudamiento se mantiene en niveles adecuados: 2,3 veces, muy por debajo del promedio ponderado de las entidades financieras no bancarias reguladas por BCRA (6.2 veces a mar'18).

Por otro lado, FIX considera positivamente la política de distribución de dividendos impuesta en 2017, que no pueden superar el 20% del resultado, y la capitalización de \$200 millones del período, que previamente se mantenían como resultados no asignados.

Anexo I

Estados Financieros de acuerdo a Normas Internacionales de Información Financiera

Cartasur Card S.A. Estado de Resultados

	31 mar 2018		30 jun 2017		31 mar 2017		30 jun 2016	
	9 meses	Como % de	Anual	Como % de	9 meses	Como % de	Anual	Como % de
	ARS mill	Activos	ARS mill	Activos	ARS mill	Activos	ARS mill	Activos
	Original	Rentables	Original	Rentables	Original	Rentables	Original	Rentables
1. Intereses por Financiaciones	883,4	85,89	680,3	85,06	467,1	94,46	349,6	100,61
2. Otros Intereses Cobrados	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
3. Ingresos por Dividendos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
4. Ingresos Brutos por Intereses	883,4	85,89	680,3	85,06	467,1	94,46	349,6	100,61
5. Intereses por depósitos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
6. Otros Intereses Pagados	111,2	10,81	60,5	7,57	40,5	8,18	14,0	4,04
7. Total Intereses Pagados	111,2	10,81	60,5	7,57	40,5	8,18	14,0	4,04
8. Ingresos Netos por Intereses	772,2	75,08	619,8	77,49	426,6	86,28	335,6	96,57
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	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
14. Otros Ingresos Operacionales	-7,6	-0,74	16,4	2,05	2,7	0,55	3,0	0,85
15. Ingresos Operativos (excl. intereses)	(7,6)	(0,74)	16,4	2,05	2,7	0,55	3,0	0,85
16. Gastos de Personal	104,5	10,17	97,5	12,19	73,2	14,81	66,2	19,04
17. Otros Gastos Administrativos	242,1	23,54	168,8	21,11	106,8	21,60	101,3	29,14
18. Total Gastos de Administración	346,7	33,71	266,3	33,30	180,0	36,41	167,4	48,18
19. Resultado por participaciones - Operativos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
20. Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad	417,9	40,64	369,9	46,25	249,3	50,42	171,1	49,24
21. Cargos por Incobrabilidad	156,9	15,26	107,3	13,41	63,5	12,85	26,7	7,69
22. Cargos por Otras Previsiones	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
23. Resultado Operativo	261,0	25,38	262,6	32,84	185,8	37,58	144,4	41,55
24. Resultado por participaciones - No Operativos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
25. Ingresos No Recurrentes	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
26. Egresos No Recurrentes	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
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	261,0	25,38	262,6	32,84	185,8	37,58	144,4	41,55
30. Impuesto a las Ganancias	81,4	7,91	71,0	8,88	52,9	10,70	41,1	11,82
31. Ganancia/Pérdida de Operaciones discontinuadas	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
32. Resultado Neto	179,7	17,47	191,6	23,96	132,9	26,88	103,3	29,73
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	179,7	17,47	191,6	23,96	132,9	26,88	103,3	29,73
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	179,7	17,47	191,6	23,96	132,9	26,88	103,3	29,73
40. Memo: Dividendos relacionados al período	n.a.	-	38,0	4,75	n.a.	-	20,7	5,95
41. Memo: Dividendos de Acciones Preferidas del Período	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-

Cartasur Card S.A. Estado de Situación Patrimonial

	31 mar 2018		30 jun 2017		31 mar 2017		30 jun 2016	
	9 meses	Como	Anual	Como	9 meses	Como	Anual	Como
	ARS mill	% de	ARS mill	% de	ARS mill	% de	ARS mill	% de
	Original	Activos	Original	Activos	Original	Activos	Original	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	1.721,6	108,91	954,6	111,88	809,4	107,36	432,0	115,05
4. Préstamos Comerciales	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
5. Otros Préstamos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
6. Provisiones por riesgo de incobrabilidad	365,4	23,12	179,0	20,98	150,1	19,91	84,5	22,51
7. Préstamos Netos de Provisiones	1.356,1	85,80	775,6	90,89	659,3	87,45	347,5	92,54
8. Préstamos Brutos	1.721,6	108,91	954,6	111,88	809,4	107,36	432,0	115,05
9. Memo: Financiaciones en Situación Irregular	483,0	30,55	253,4	29,69	190,2	25,23	112,2	29,88
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	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
4. Derivados	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
4. Títulos Valores disponibles para la venta	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
5. Títulos registrados a costo más rendimiento	15,1	0,96	24,2	2,84	n.a.	-	n.a.	-
6. Inversiones en Sociedades	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
7. Otras inversiones	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
8. Total de Títulos Valores	15,1	0,96	24,2	2,84	n.a.	-	n.a.	-
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	1.371,3	86,75	799,8	93,73	659,3	87,45	347,5	92,54
C. Activos No Rentables								
1. Disponibilidades	108,6	6,87	32,7	3,84	78,3	10,38	15,1	4,02
2. Memo: Exigencia de efectivo mínimo en ítem anterior	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
3. Bienes Diversos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
4. Bienes de Uso	7,4	0,47	7,6	0,89	5,5	0,73	5,5	1,47
5. Llave de Negocio	0,0	0,00	0,0	0,00	0,0	0,00	0,0	0,00
6. Otros Activos Intangibles	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
7. Créditos Impositivos Corrientes	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
8. Impuestos Diferidos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
9. Operaciones Discontinuas	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
10. Otros Activos	93,4	5,91	13,1	1,54	10,8	1,43	7,4	1,98
11. Total de Activos	1.580,7	100,00	853,3	100,00	753,9	100,00	375,5	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	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
6. Operaciones de Pase y Colaterales en Efectivo	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
7. Otros Depósitos y Fondos de Corto Plazo	912,2	57,71	381,4	44,70	359,3	47,66	94,0	25,04
8. Total de Depósitos, Préstamos a Entidades Financieras y Fondos	912,2	57,71	381,4	44,70	359,3	47,66	94,0	25,04
9. Pasivos Financieros de Largo Plazo	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
10. Deuda Subordinada	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
11. Otras Fuentes de Fondo	111,7	7,07	21,4	2,51	24,5	3,24	11,5	3,07
12. Total de Fondos de Largo plazo	111,7	7,07	21,4	2,51	24,5	3,24	11,5	3,07
12. Derivados	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
14. Otros Pasivos por Intermediación Financiera	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
15. Total de Pasivos Onerosos	1.023,8	64,77	402,8	47,21	383,8	50,91	105,6	28,12
E. Pasivos No Onerosos								
1. Deuda valuada a Fair Value	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
2. Provisiones por riesgo de incobrabilidad	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
3. Otras Provisiones	13,4	0,85	14,4	1,69	10,8	1,43	8,8	2,35
4. Pasivos Impositivos corrientes	70,2	4,44	60,1	7,04	49,3	6,54	37,5	9,99
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 Discontinuas	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	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
10. Total de Pasivos	1.107,4	70,06	477,4	55,94	443,9	58,88	151,9	40,45
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 Patrimonio	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
G. Patrimonio Neto								
1. Patrimonio Neto	473,2	29,94	375,9	44,06	310,0	41,12	223,6	59,55
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	473,2	29,94	375,9	44,06	310,0	41,12	223,6	59,55
7. Total de Pasivos y Patrimonio Neto	1.580,7	100,00	853,3	100,00	753,9	100,00	375,5	100,00
8. Memo: Capital Ajustado	473,2	29,94	375,9	44,06	310,0	41,12	223,6	59,55
9. Memo: Capital Elegible	473,2	29,94	375,9	44,06	310,0	41,12	223,6	59,55

Cartasur Card S.A.

Ratios

	31 mar 2018	30 jun 2017	31 mar 2017	30 jun 2016
	9 meses	Anual	9 meses	Anual
A. Ratios de Rentabilidad - Intereses				
1. Intereses por Financiaciones / Préstamos brutos (Promedio)	90,41	100,45	102,44	105,45
2. Intereses Pagados por Depósitos/ Depósitos (Promedio)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3. Ingresos por Intereses/ Activos Rentables (Promedio)	109,99	122,06	125,26	133,36
4. Intereses Pagados/ Pasivos Onerosos (Promedio)	21,44	22,13	22,34	21,29
5. Ingresos Netos Por Intereses/ Activos Rentables (Promedio)	96,15	111,20	114,41	128,01
6. Ingresos Netos por Intereses menos Cargos por Incobrabilidad / Activos Rentables (Promedio)	76,61	91,95	97,37	117,82
7. Ingresos netos por Intereses menos Dividendos de Acciones Preferidas / Activos Rentables (Promedio)	96,15	111,20	114,41	128,01
B. Otros Ratios de Rentabilidad Operativa				
1. Ingresos no financieros / Total de Ingresos	(0,99)	2,58	0,64	0,87
2. Gastos de Administración / Total de Ingresos	45,34	41,86	41,93	49,46
3. Gastos de Administración / Activos (Promedio)	38,83	44,06	44,23	58,40
4. Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad / Patrimonio Neto (Promedio)	133,13	134,87	133,47	94,46
5. Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad / Activos (Promedio)	46,81	61,20	61,26	59,69
6. Cargos por Incobrabilidad / Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad	37,54	29,00	25,48	15,61
7. Resultado Operativo / Patrimonio Neto (Promedio)	83,15	95,75	99,47	79,71
8. Resultado Operativo / Activos (Promedio)	29,23	43,45	45,65	50,37
9. Impuesto a las Ganancias / Resultado Antes de Impuestos	31,17	27,04	28,48	28,45
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)	57,23	69,86	71,14	57,03
2. Resultado Neto / Activos (Promedio)	20,12	31,70	32,65	36,04
3. Resultado Neto Ajustado / Patrimonio Neto (Promedio)	57,23	69,86	71,14	57,03
4. Resultado Neto Ajustado / Total de Activos Promedio	20,12	31,70	32,65	36,04
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	29,94	44,06	41,12	59,55
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	29,94	44,06	41,12	59,55
8. Dividendos Pagados y Declarados / Utilidad neta	n.a.	19,8	n.a.	20,0
9. Dividendos Pagados y Declarados / Resultado Neto Ajustado por FIX SCR	n.a.	19,8	n.a.	20,0
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	50,57	40,86	57,11	36,96
E. Ratios de Calidad de Activos				
1. Crecimiento del Total de Activos	85,24	127,23	100,77	87,54
2. Crecimiento de los Préstamos Brutos	80,34	120,96	87,35	69,38
3. Préstamos Irregulares / Total de Financiaciones	27,92	26,46	23,43	25,94
4. Previsiones / Total de Financiaciones	21,13	18,70	18,49	19,54
5. Previsiones / Préstamos Irregulares	75,66	70,67	78,91	75,32
6. Préstamos Irregulares Netos de Previsiones / Patrimonio Neto	24,84	19,76	12,94	12,39
7. Cargos por Incobrabilidad / Total de Financiaciones (Promedio)	16,04	15,84	13,92	8,06
8. Préstamos dados de baja en el período / Préstamos Brutos (Promedio)	n.a.	0,62	0,83	1,28
9. Préstamos Irregulares + Bienes Diversos / Préstamos Brutos + Bienes Diversos	27,92	26,46	23,43	25,94
F. Ratios de Fondo				
1. Préstamos / Depósitos de Clientes	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2. Préstamos Interbancarios / Pasivos Interbancarios	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3. Depositos de clientes / Fondo 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 6 de agosto de 2018, decidió **asignar** la siguiente calificación a Cartasur Cards S.A.:

Obligaciones Negociables Clase III por hasta \$150 millones: A3(arg)

Categoría A3(arg): Indica una adecuada capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Sin embargo, dicha capacidad es más susceptible en el corto plazo a cambios adversos que los compromisos financieros calificados con categorías superiores.

La calificación se fundamenta en su buena rentabilidad y adecuada capitalización e incorpora su baja calidad de activos, aunque en línea con su modelo de negocios, la escasa diversificación por producto y su acotada flexibilidad financiera.

Nuestro análisis de la entidad se basa en los estados contables auditados por el Estudio Aluf & Asociados al 30.06.17, quienes en su dictamen concluyen que los Estados Contables a la fecha de análisis presentan razonablemente en todos sus aspectos significativos, la situación financiera de la entidad, su resultado integral, los cambios en el patrimonio y flujo de efectivo por el ejercicio finalizado en esa fecha, de conformidad con las normas contables profesionales argentinas y las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

Adicionalmente, se consideraron los estados financieros con revisión limitada al 31.03.18 por BDO, quien establece que nada les llamó la atención que les hiciera pensar que los estados financieros intermedios condensados de Cartasur Cards .S.A. no están preparados, en todos sus aspectos significativos, de conformidad con la Norma Internacional de Información de Contabilidad N°34.

Fuentes de información

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

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

- Suplemento de Precio de Obligaciones Clase III preliminar enviado por el emisor el 01.08.2018.

Asimismo, para la determinación de las presente calificaciones se consideró información de carácter público:

- Balance General Auditado (último 30.06.2017), disponible en www.cnv.gob.ar.
- Balance Intermedio (31.03.2018), disponible en www.cnv.gob.ar.

Anexo III **Características de las Emisiones**

- ON Clase III por hasta \$150 millones.

Las Obligaciones Negociables Clase III por un monto total de hasta \$150 millones con vencimiento a los 12 meses de la fecha de emisión. El capital de las ON se amortiza en cuatro cuotas iguales y consecutivas equivalentes al 25%. Los pagos de capital son realizados en la fecha en que se cumplan 9, 10, 11 y 12 meses contados desde la fecha de emisión, mientras que los intereses se pagarán trimestralmente en los meses 3, 6 y 9 y luego mensualmente en los meses 10, 11 y 12. Las ON devengarán una tasa de interés que es la Badlar privada más un margen diferencial que se determina al momento de la colocación. La Emisora podrá establecer, para el primer período de devengamiento de Intereses, que la tasa de interés correspondiente a las Obligaciones Negociables no sea inferior a una tasa de interés mínima. La misma de ser establecida, será informada en el Aviso de Suscripción o en un aviso complementario posterior a ser publicado con anterioridad al inicio del Período de Subasta. Las ON Clase III se podrá integrar en pesos y/o mediante la entrega de las Obligaciones Negociable Clase I y Clase II de la emisora.

Anexo IV

Glosario

Spread: diferencia.

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.

PN: Patrimonio Neto

NIIF: Normas Internacionales de Información Financiera

Payout Ratio: Ratio que evidencia el porcentaje de utilidades distribuidas

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 (antes denominada Fitch Argentina Calificadora de Riesgo S.A., cuyo cambio de denominación se encuentra en trámite de inscripción ante la Inspección General de Justicia) –en adelante FIX SCR S.A. o la calificadora-, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

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

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

La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR S.A. lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, 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.