

Cartasur Cards S.A.

Informe Integral

Calificaciones

Nacional	
Endeudamiento de Largo Plazo	BBB-(arg)
Endeudamiento de Corto Plazo	A3(arg)
ON Clase I por hasta \$75 Mill.	BBB-(arg)

Perspectiva

Calificación de Largo Plazo	Estable
-----------------------------	---------

Resumen Financiero

Millones de pesos	31/03/17	31/03/16
Activos (USD)*	49.0	23.2
Activos	753.9	338.7
Patrimonio Neto	310.0	208.6
Resultado Neto	132.9	93.4
ROAA (%)	32.7	47.0
ROAE (%)	71.1	72.9
PN/Activos (%)	41.1	61.6

* Tipo de cambio de referencia del BCRA: 31/03/17: 15.3818 y 31/03/16: 14.5817

Criterios relacionados:

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

Analista Principal

Gustavo Avila
 Director
 5411 – 5235 – 8142
gustavo.avila@fixscr.com

Analista Secundario

María Luisa Duarte
 Director
 5411 – 5235 - 8100
maria.duarte@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'17 el ROE de la entidad alcanzaba el 71.1% y el ROA el 32.7%, 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'17 la cartera irregular alcanzaba el 23.4%, mientras que al considerar únicamente la cartera con mora menor a un año, la irregularidad alcanzaría el 16.6%.

Ajustada cobertura con provisiones: La política de provisiones 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 (78,9% a mar'17), y en una exposición del 12.9% del patrimonio a pérdidas por incobrabilidad de créditos.

Buena capitalización: La buena generación de resultados de la compañía contribuye a una buena capitalización de CS (mar'17 41.1% capital tangible / activos tangibles). Se prevé que el apalancamiento aumente con la recuperación de la demanda crediticia. La capitalización, medida como PN/Activos disminuyó a 41.1% a mar'17 (61.6% a mar'16), luego de la distribución del 20% de los resultados del ejercicio 2016. No obstante, FIX destaca como una debilidad la composición del capital donde cerca del 93% corresponde a resultados no asignados. En esta línea, el Directorio de la compañía manifestó el compromiso de capitalizar en el corto plazo \$200 millones de los Resultados No Asignados y establecer como política un máximo del 20% de payout ratio.

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 emitió en abril'17 su primera ON por un monto de \$75 millones, a fin de mejorar el plazo promedio de sus pasivos.

Ajustada liquidez: El riesgo de liquidez se encuentra mitigado por el corto plazo de sus activos que minimizan el riesgo de descalce. Al 31.03.17 el activo corriente representaba 1.65 veces el pasivo corriente (2.51 a mar'16). No obstante, la estrategia de la entidad de optimizar su capital, expone a CS a una ajustada posición de liquidez.

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 de la calificación.

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 24 sucursales y tres stands concentradas en el sudoeste del Gran Buenos Aires, una estructura comercial con vendedores dispuestos en las sucursales (en total, 114 personas en sucursales) y una plataforma de call center con 6 personas dedicadas exclusivamente a la venta de los servicios vía telefónica. La dotación total de personal es de 265 personas.

En los últimos años, se ha centrado en los créditos personales para el consumo, CartaSur cuenta con 286.000 clientes activos en la línea de Préstamos Personales. En la Línea de Tarjeta de Crédito les ha otorgado la tarjeta a más de 100.000 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 el cual se apoya en cinco gerencias: Comercial, Administrativa y Financiera, Sistemas, Cobranzas y la Gerencia de Recursos Humanos. A través de la Gerencia Administrativa y Financiera 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. El *management* de CS presenta una vasta experiencia en el negocio de financiaciones al consumo y ha logrado sortear exitosamente situaciones de *stress* macroeconómico.

El Gobierno Corporativo de CS presenta posibilidades de mejora, en línea con el tamaño pequeño de la compañía, siendo una empresa de carácter familiar. CS inició un proceso de profesionalización, donde se destaca que a partir del ejercicio 2018, contará a BDO como auditor externo y el estudio Alaluf realizará asesoramiento y la auditoría interna. FIX monitoreará la evolución.

Desempeño

Entorno Operativo

A partir del cambio de paradigma macroeconómico, el 2016 se configuró como un año de transición. A lo largo de ese año, la nueva administración planteó como objetivos prioritarios el reacomodamiento de precios relativos, la normalización del mercado cambiario y monetario, de las relaciones con el mercado financiero internacional y un proceso de ajuste gradual del desequilibrio fiscal. Como consecuencia de este proceso que derivó en una caída de la actividad económica, suba de las tasas de interés y un salto en la tasa de inflación, el sistema financiero argentino registró una marcada desaceleración en el crecimiento de los préstamos, producto de la retracción de la demanda del sector privado.

Para 2017, FIX estima una gradual recuperación de la actividad económica que impulsará la demanda crediticia, condicionado tanto por factores endógenos, tales como la evolución de las cuentas fiscales, como exógenos, como la situación de Brasil y la evolución del precio de los commodities. Actualmente las entidades financieras enfrentan el desafío de mejorar sus niveles de eficiencia, deteriorados por altos costos de estructura impulsados por elevados índices inflacionarios y no compensados por el incremento de la intermediación financiera. Respecto de la calidad de cartera, si bien la morosidad puede aumentar, se considera que la mora del sistema es baja y que las entidades en general están bien provisionadas. Por lo tanto, no se esperan problemas significativos a pesar de algunos cambios en los precios relativos.

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 enfrentarán 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'17	Jun'16	Mar'16	Jun'15
Ingresos Netos por Intereses/ Activos Rentables Prom.	114.4	128.0	131.2	n.a.
Gastos de Administración / Total de Ingresos	41.9	49.5	44.9	50.3
Cargos por Incobrabilidad / Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad	25.5	15.6	1.4	25.8
Resultado Operativo / Activos Prom.	45.7	50.4	65.7	n.a.
Resultado Neto / Patrimonio Neto Prom.	71.1	57.0	72.9	n.a.

Fuente: Cartasur Cards S.A. NIIF

CS registra buenos y crecientes indicadores de rentabilidad en base a un adecuado flujo de ingresos netos por intereses, un razonable control sobre la evolución de sus gastos y una aceptable incidencia de los cargos por incobrabilidad en el resultado operativo. A mar'17 la rentabilidad medida por el ROA y ROE (32.7% y 71.1% respectivamente) es muy superior a la media de entidades Financieras No Bancarias (3.9% y 23.9% respectivamente a mar'17). Sin

embargo, debido al relativamente elevado riesgo de crédito de su operatoria (como consecuencia del segmento de mercado en el focaliza su financiamiento), sus resultados registran una mayor volatilidad histórica en comparación a otras entidades comparables.

FIX considera que de no profundizarse la actual recesión, CS continuaría registrando buenos resultados en el corto plazo, basado en un buen resultado por intereses y un aceptable requerimiento de provisiones por incobrabilidad. En el mediano plazo, el principal factor de riesgo a monitorear estaría dado por el efecto negativo que podría tener una caída en la actividad económica junto con un significativo incremento del desempleo, que impactaría en la incobrabilidad de la cartera y por ende en el resultado de CS.

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'17 el ratio de intereses por financiaciones/préstamos brutos promedio, alcanzaba el 102.4%.

En tanto, el ratio de cargos por incobrabilidad sobre resultado operativo antes de cargos por incobrabilidad alcanzaba a mar'17 un 25.5%, nivel considerado bueno de acuerdo a su operatoria. El mismo evidenció un deterioro respecto a jun'16 (15.6%). FIX estima que en el corto a mediano plazo es probable observar un mayor volumen de cargos por incobrabilidad que acompañen el crecimiento de las financiaciones.

La eficiencia de CS es adecuada a su operatoria. La buena generación de ingresos durante el período ha resultado en que la eficiencia operativa (gastos/ingresos: 41.9%) se mantuviera por debajo de sus niveles históricos (cerca al 60%), aunque se ubica por levemente por encima de la media de las Entidades Financieras No Bancarias (39.8% a mar'17).

FIX considera que en el mediano plazo, mejoras en los indicadores de eficiencia vendrían dadas por un crecimiento en el volumen de activos.

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 87,5% 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.

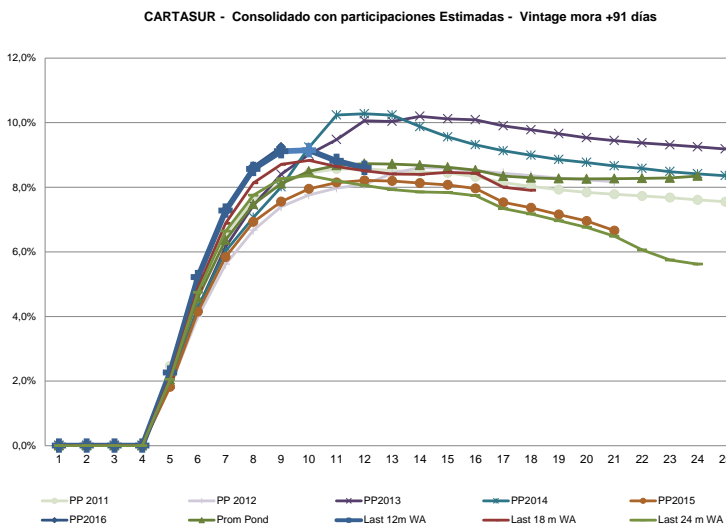
Calidad de Activos (NIIF)

(%)	Mar'17	Jun'16	Mar'16	Jun'15
Crecimiento de Préstamos Brutos (Ytd*)	87.4	69.4	46.0	n.a.
Préstamos Irregulares / Préstamos Brutos	23.4	25.9	27.8	33.2
Provisiones / Préstamos Brutos	18.5	19.5	15.5	28.5.
Préstamos Irregulares Netos de Provisiones / Patrimonio Neto	12.9	12.4	22.1	8.3
Cargos por Incob. / Préstamos Brutos Prom.	8.1	0.8	4.3	n.a.

*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%, mientras que la mora final esperada, luego de los recuperos se estima cercana al 7%.



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 (promedio de 12 meses), en cuotas fijas y en pesos.

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'17 la cartera de préstamos a individuos representaba el 96.2% 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 (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 16.6% a mar'17, lo cual es elevado si se tiene en cuenta que el promedio de las entidades financieras no bancarias registra indicadores de incobrabilidad muy por debajo de este nivel (4.0%).

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'17, la entidad presentaba una ajustada cobertura con provisiones de la cartera irregular (78.9% a mar'17 vs. 75.3% a jun'16), y una mayor exposición del patrimonio a pérdidas por incobrabilidad de créditos que alcanzaba el 12.9%. (12.4% a jun'16). No obstante, se ubica en línea con el promedio de sus competidores (78%).

Riesgo de mercado

El riesgo de mercado de CS es limitado por el corto plazo generalizado de sus activos y pasivos. A mar'17, 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 81% del pasivo, el 78.7% 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, la entidad emitió en abril'17 Obligaciones Negociables por un monto de \$75 millones, a fin de lograr una creciente flexibilidad en el manejo de sus flujos y en el plazo promedio de sus pasivos.

A mar'17 los principales pasivos de CS estaban constituidos por pasivos financieros (81.0%), cargas fiscales (11.1%), deudas comerciales (5.5%) y remuneraciones y cargas sociales (1.9%).

Actualmente el fondeo proviene principalmente del capital propio, que representa el 41.1% del activo y de préstamos, para lo cual tiene vigente acuerdos con los bancos Supervielle, Itaú, Santander, BBVA Francés, BST, Comafi, Banco de Comercio, Banco Mariva, y Banco

Meridian por un total a mar'17 cercano a los \$193.5.5 millones en forma conjunta, de los cuales tenía utilizado cerca del 66.4%.

Además a mar'17 tenía acuerdos de cuenta corriente con los bancos Supervielle, Francés y BST y Banco Columbia por un total cercano a los \$25.5 millones considerando los tres bancos en forma conjunta, utilizados prácticamente en su totalidad.

Adicionalmente, la entidad continúa financiándose mediante la emisión de fideicomisos financieros. La última emisión correspondió al fideicomiso serie XII, el cual figuraba a mar'17 como un pasivo financiero por cerca de \$105 millones. También a mar'17 figuran créditos cedidos por cerca de \$64 millones.

Al 31.03.17 el activo corriente representaba 1.65 veces el pasivo corriente. No obstante, la liquidez de la compañía es ajustada en línea con su estrategia de maximizar el rendimiento del capital.

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. Asimismo, la entidad posee la posibilidad de vender cartera o volver a emitir fideicomisos financieros en caso de necesidad y en caso de colocar exitosamente la ON o VCP, permitiría a la entidad lograr mayor flexibilidad financiera y alargar el plazo promedio de sus pasivos.

Capital

Capitalización (NIIF)

(%)	Mar'17	Jun'16	Mar'16	Jun'15
Capital Tangible / Activos Tangibles	41.1	59.6	61.6	69.8
Patrimonio Neto / Activos	41.1	59.6	61.6	69.8
Resultado Neto - Dividendos pagados / Total del Patrimonio Neto	57.1	46.2	59.6	43.3

Fuente: Cartasur Cards S.A. NIIF

CS se ha caracterizado por un bajo ratio de distribución de sus resultados acumulados en los últimos ejercicios, manteniéndolos dentro de su patrimonio. Lo mencionado, sumado a la buena rentabilidad lograda en los últimos períodos (únicamente distribuyó \$20.7 millones del ejercicio 2016 con un payout ratio del 20%), le ha permitido a la entidad mantener buenos índices de solvencia (PN/Activos: 41.1% a mar'17), superiores a la media de su grupo de referencia (15.1% a mar'17). A su vez, el endeudamiento se mantiene en niveles bajos: 1,4 veces, muy por debajo del promedio ponderado de las entidades financieras no bancarias (5.6 veces a mar'17).

No obstante, FIX destaca como una debilidad la composición del capital donde cerca del 93% corresponde a resultados no asignados.

Anexo I

Estados Financieros de acuerdo a Normas Internacionales de Información Financiera

Cartasur Card S.A. Estado de Resultados

	31 mar 2017		30 jun 2016		31 mar 2016		30 jun 2015	
	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	467,1	94,46	349,6	100,61	242,2	102,63	221,8	120,09
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	467,1	94,46	349,6	100,61	242,2	102,63	221,8	120,09
5. Intereses por depósitos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
6. Otros Intereses Pagados	40,5	8,18	14,0	4,04	5,0	2,11	3,7	2,03
7. Total Intereses Pagados	40,5	8,18	14,0	4,04	5,0	2,11	3,7	2,03
8. Ingresos Netos por Intereses	426,6	86,28	335,6	96,57	237,2	100,52	218,0	118,06
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	2,7	0,55	3,0	0,85	2,7	1,16	-8,4	-4,57
15. Ingresos Operativos (excl. intereses)	2,7	0,55	3,0	0,85	2,7	1,16	(8,4)	(4,57)
16. Gastos de Personal	73,2	14,81	66,2	19,04	46,1	19,55	42,9	23,22
17. Otros Gastos Administrativos	106,8	21,60	101,3	29,14	61,5	26,05	62,6	33,89
18. Total Gastos de Administración	180,0	36,41	167,4	48,18	107,6	45,61	105,5	57,11
19. Resultado por participaciones - Operativos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
20. Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad	249,3	50,42	171,1	49,24	132,3	56,07	104,1	56,38
21. Cargos por Incobrabilidad	63,5	12,85	26,7	7,69	1,8	0,76	26,8	14,52
22. Cargos por Otras Previsiones	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
23. Resultado Operativo	185,8	37,58	144,4	41,55	130,5	55,31	77,3	41,86
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	185,8	37,58	144,4	41,55	130,5	55,31	77,3	41,86
30. Impuesto a las Ganancias	52,9	10,70	41,1	11,82	37,1	15,74	16,8	9,09
31. Ganancia/Pérdida de Operaciones discontinuadas	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
32. Resultado Neto	132,9	26,88	103,3	29,73	93,4	39,57	60,5	32,76
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	132,9	26,88	103,3	29,73	93,4	39,57	60,5	32,76
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	132,9	26,88	103,3	29,73	93,4	39,57	60,5	32,76
40. Memo: Dividendos relacionados al período	n.a.	-	20,7	5,95	n.a.	-	n.a.	-
41. Memo: Dividendos de Acciones Preferidas del Período	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-

Cartasur Card S.A.

Ratios

	31 mar 2017	30 jun 2016	31 mar 2016	30 jun 2015
	9 meses	Anual	9 meses	Anual
A. Ratios de Rentabilidad - Intereses				
1. Intereses por Financiaciones / Préstamos brutos (Promedio)	102,44	105,45	105,38	n.a.
2. Intereses Pagados por Depósitos/ Depósitos (Promedio)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3. Ingresos por Intereses/ Activos Rentables (Promedio)	125,26	133,36	133,96	n.a.
4. Intereses Pagados/ Pasivos Onerosos (Promedio)	22,34	21,29	11,86	n.a.
5. Ingresos Netos Por Intereses/ Activos Rentables (Promedio)	114,41	128,01	131,20	n.a.
6. Ingresos Netos por Intereses menos Cargos por Incobrabilidad / Activos Rentables (Promedio)	97,37	117,82	130,21	n.a.
7. Ingresos netos por Intereses menos Dividendos de Acciones Preferidas / Activos Rentables (Promedio)	114,41	128,01	131,20	n.a.
B. Otros Ratios de Rentabilidad Operativa				
1. Ingresos no financieros / Total de Ingresos	0,64	0,87	1,14	(4,03)
2. Gastos de Administración / Total de Ingresos	41,93	49,46	44,86	50,32
3. Gastos de Administración / Activos (Promedio)	44,23	58,40	54,20	n.a.
4. Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad / Patrimonio Neto (Promedio)	133,47	94,46	103,34	n.a.
5. Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad / Activos (Promedio)	61,26	59,69	66,64	n.a.
6. Cargos por Incobrabilidad / Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad	25,48	15,61	1,36	25,76
7. Resultado Operativo / Patrimonio Neto (Promedio)	99,47	79,71	101,94	n.a.
8. Resultado Operativo / Activos (Promedio)	45,65	50,37	65,73	n.a.
9. Impuesto a las Ganancias / Resultado Antes de Impuestos	28,48	28,45	28,46	21,73
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)	71,14	57,03	72,93	n.a.
2. Resultado Neto / Activos (Promedio)	32,65	36,04	47,02	n.a.
3. Resultado Neto Ajustado / Patrimonio Neto (Promedio)	71,14	57,03	72,93	n.a.
4. Resultado Neto Ajustado / Total de Activos Promedio	32,65	36,04	47,02	n.a.
5. Resultado Neto / Activos más Activos Administrados (Promedio)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
6. Resultado neto / Activos Ponderados por Riesgo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
7. Resultado neto ajustado / Activos Ponderados por Riesgo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
D. Capitalización				
1. Capital Ajustado / Riesgos Ponderados	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3. Tangible Common Equity/ Tangible Assets	41,12	59,55	61,58	69,78
4. Tier 1 Regulatory Capital Ratio	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
5. Total Regulatory Capital Ratio	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
7. Patrimonio Neto / Activos	41,12	59,55	61,58	69,78
8. Dividendos Pagados y Declarados / Utilidad neta	n.a.	20,0	n.a.	n.a.
9. Dividendos Pagados y Declarados / Resultado Neto Ajustado por FIX SCR	n.a.	20,0	n.a.	n.a.
10. Dividendos y recompra de Acciones / Resultado Neto	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
11. Resultado Neto - Dividendos pagados / Total del Patrimonio Neto	57,11	36,96	59,63	43,30
E. Ratios de Calidad de Activos				
1. Crecimiento del Total de Activos	100,77	87,54	69,17	n.a.
2. Crecimiento de los Préstamos Brutos	87,35	69,38	45,95	n.a.
3. Préstamos Irregulares / Total de Financiaciones	23,43	25,94	27,81	33,19
4. Provisiones / Total de Financiaciones	18,49	19,54	15,45	28,48
5. Provisiones / Préstamos Irregulares	78,91	75,32	55,58	85,81
6. Préstamos Irregulares Netos de Provisiones / Patrimonio Neto	12,94	12,39	22,08	8,33
7. Cargos por Incobrabilidad / Total de Financiaciones (Promedio)	13,92	8,06	0,78	n.a.
8. Préstamos dados de baja en el período / Préstamos Brutos (Promedio)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
9. Préstamos Irregulares + Bienes Diversos / Préstamos Brutos + Bienes Diversos	23,43	25,94	27,81	33,19
F. Ratios de Fondeo				
1. Préstamos / Depósitos de Clientes	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2. Préstamos Interbancarios / Pasivos Interbancarios	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3. Depositos de clientes / Fondeo Total excluyendo Derivados	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Anexo II Dictamen

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACION DE RIESGO "afiliada de Fitch Ratings" - Reg. CNV N°9, reunido el 21 de junio de 2017, decidió **confirmar*** las siguientes calificaciones asignadas de Cartasur Cards S.A.:

Endeudamiento de Largo Plazo: BBB-(arg) Perspectiva Estable

Endeudamiento de Corto Plazo: A3(arg)

Obligaciones Negociables Clase I por hasta \$75 millones: BBB-(arg) Perspectiva Estable

Categoría BBB(arg): Indica que las obligaciones corresponden a emisores del país con una adecuada calidad crediticia respecto a otros emisores o emisiones. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas tienen una mayor probabilidad de afectar la capacidad de pago en tiempo y forma que para aquellas obligaciones financieras calificadas en categorías superiores.

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

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 buena 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 30.06.16, 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, FIX ha considerado los estados contables intermedios auditados por el Estudio Aluf & Asociados al 31.03.17 quienes establecen que sobre la base de su revisión, nada les ha llamado la atención que les hiciese pensar que los estados financieros condensados no estén preparados, en todos sus aspectos significativos, de conformidad con la norma internacional de Contabilidad 34.

* Siempre que se confirma una calificación, la calificación anterior es igual a la del 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:

- Suplemento de precio de la ON Clase I, disponible en www.cnv.gob.ar.
- Balance General Auditado (último 30.06.2016), disponible en www.cnv.gob.ar.
- Balance Intermedio (31.03.2017), disponible en www.cnv.gob.ar.

Anexo III

Características de la Emisión

- ON Clase I por hasta \$75 millones.

Cartasur Cards S.A. emitió Obligaciones Negociables Clase I por un monto total de hasta \$75 millones con vencimiento a los 18 meses de la fecha de emisión. El capital de las ON se amortiza en tres cuotas, consecutivas e iguales equivalentes al 33.33%. Los pagos de capital son realizados en la fecha en que se cumplan 12, 15 y 18 meses contados desde la fecha de emisión, mientras que los intereses se pagan trimestralmente. Las ON devengan una tasa de interés que es la Badlar privada más un margen diferencial que se determinó al momento de la colocación.

El 7 de abril de 2017 Cartasur emitió las Obligaciones Negociables Clase I por un monto de \$75 millones con vencimiento al 7 de octubre de 2018 que devengan una tasa Badlar privada más 600 puntos básicos.

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 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 dissemination 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.