

Cartasur Cards S.A.

Informe integral

Calificaciones

Nacional	
Endeudamiento de Largo Plazo	BB+(arg)
Endeudamiento de Corto Plazo	B(arg)
ON Clase III por hasta \$150 Mill.	B(arg)

Perspectiva

Calificación de Largo Plazo	Negativa
-----------------------------	----------

Resumen Financiero

Millones	31/03/2019
Activos (USD)	34,5
Activos (Pesos)	1493,6
Patrimonio Neto (Pesos)	584,1
Resultado Neto (Pesos)	-126,9
ROA (%)	-11,4
ROE (%)	-31,8
PN / Activos (%)	39,1

Nota: Balance al 31/03/19 con ajuste por inflación (expresado en moneda homogénea).

* Tipo de cambio de referencia del BCRA; 31/03/19: 43.3533

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

Nicolás Sanvitale
Analista
5411 – 5235 – 8100
nicolas.sanvitale@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, principalmente a través de préstamos personales y en menor medida, tarjeta de crédito.

Factores relevantes de la calificación

Entorno operativo desfavorable: FIX (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX, observa un deterioro en el segmento en el que opera CS, que se refleja en el incremento de los cargos por incobrabilidad y en el aumento del costo de fondeo. Esta situación presiona los resultados operativos de las entidades. FIX considera que el fuerte estrés de las principales variables macroeconómicas y financieras continuará afectando negativamente el desempeño de este tipo de compañías.

Menor fondeo y mayor costo: El deterioro de la situación macroeconómica a partir de abril'18 limitó el fondeo e incrementó su costo, por lo que disminuyó el crecimiento de los préstamos, debilitando en forma significativa la rentabilidad, y la entidad sufrió un estrés de liquidez. CS realizó entre marzo y abril de 2019 un reperfilamiento de su deuda bancaria a fin de mitigar este último. Cerró el acuerdo con los dos principales bancos acreedores, y luego con los sindicatos, donde se fijó un plazo de 42 meses, con amortizaciones mensuales de capital e interés y un período de gracia de amortización de capital por seis meses. Dichos acuerdos mejoraron el flujo de fondos aunque el fuerte deterioro en la cobranza presiona el repago de los vencimientos financieros.

Baja calidad de activos: La irregularidad de la cartera de CS se ha caracterizado por ser elevada y superior a su grupo de comparables. A mar'19 la cartera irregular alcanzaba el 55.8%, mientras que al considerar únicamente los préstamos con mora menor a un año, el indicador desciende al 39.8%, nivel que se mantiene elevado. En tanto, los cargos de incobrabilidad sobre el total de financiaciones subieron significativamente (30.0% a mar'19 vs 16.0% a mar'18). FIX continuará monitoreando la evolución.

Débil desempeño: A mar'19 la entidad (considerando el ajuste por inflación), registró una pérdida de \$126.9 millones, con un ROA puntual del -11.4%. Los ingresos de CS se vieron impactados por un fuerte incremento de los cargos por incobrabilidad y de los egresos por financiación. La Calificadora considera que la rentabilidad de la entidad seguirá bajo presión en el corto plazo.

Ajustada cobertura con provisiones: La política de provisiones de la empresa contempla la provisión del 100% de los créditos con una mora superior a los 180 días, resultando en una ajustada cobertura con provisiones de la cartera en mora (77,1% a mar'19). En tanto, la exposición del patrimonio a pérdidas por incobrabilidad de créditos se incrementó (51.5% a mar'19 vs. 24.8% a mar'18).

Adecuada capitalización: CS presentaba a mar'19 un ratio de patrimonio neto/activos que alcanzaba el 39.1% (29.9% a mar'18). Pese a evidenciar una caída del patrimonio del 18.9% desde jun'18, la menor originación de créditos, con la consecuente caída del activo, permitió conservar los niveles de capitalización. Sin embargo, el ratio de PN/activos ajustado por falta de provisiones era del 23.7%. En tanto, se destaca que en enero de 2019, la entidad capitalizó \$50 millones. Hacia adelante la capitalización podría continuar bajo presión de persistir el deterioro de la rentabilidad operativa.

Sensibilidad de la calificación

Liquidez y desempeño: En caso de evidenciar un escenario de 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.

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 más de 30 años le ha permitido desarrollar una adecuada estructura organizacional con una casa central ubicada en Lomas de Zamora. Posee además 28 sucursales (adicionalmente al canal web) concentradas mayormente en el sudoeste del Gran Buenos Aires, con vendedores dispuestos en las sucursales y una plataforma de call center con personas dedicadas a la venta de los servicios vía telefónica y al seguimiento de mora temprano. A abril '19, la dotación total de personal era de 254 personas.

En los últimos años, se ha centrado en los créditos personales para el consumo, CartaSur cuenta con 138.487 clientes activos en la línea de Préstamos Personales. En la Línea de Tarjeta de Crédito les ha otorgado la tarjeta a más de 47.900 clientes activos.

Sus operaciones se dividen en dos áreas principales: i) tarjeta de crédito (marca propia creada en 1992 y está integrada al sistema Cabal (operatoria marginal en la actualidad) 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.

Gobierno Corporativo

CS es dirigida por un Directorio el cual se apoya en cinco gerencias: Comercial, Operaciones y 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 6 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 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. En los últimos años, 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 cambió su auditoría externa, a cargo de BDO.

Desempeño

Entorno Operativo

El fuerte deterioro de las principales variables macroeconómicas y financieras de la economía argentina a partir del mes de mayo de 2018 afectó negativamente el desempeño de las EFnB de Consumo, presionando de manera inmediata la liquidez y la rentabilidad de las mismas.

En primer lugar, el incremento de las tasas de interés de referencia elevó significativamente el costo del dinero al que acceden estas entidades, dado que en la mayoría de ellas el fondeo de sus operaciones proviene de inversores institucionales (bancos) y/o del mercado de capitales y no de su capital propio. Si bien la capacidad de estas compañías para trasladar el costo de fondeo a la tasa activa es alta (la demanda de crédito de estos segmentos es menos elástica a su precio respecto a estratos de ingresos mayores o con mayor acceso al sistema bancario) en determinados niveles no es sostenible, debido a que el incremento en el costo de los préstamos comienza a impactar en la incobrabilidad de los mismos y limita el universo de sujetos de crédito con el que operan, dado que la relación cuota ingreso es mucho mayor.

A su vez, el descalce de tasas y plazos entre activos y pasivos suele ser relevante para estas compañías.

En general, los activos se encuentran pactados a tasa fija y a un plazo mayor (duration de entre 8 y 15 meses) mientras que los pasivos se fijan a tasa variable o a tasa fija con un plazo muy corto (por ej: descubiertos bancarios). Esto implica que, aún con la posibilidad de trasladar el costo del financiamiento a los préstamos otorgados, el repricing de los pasivos suele ser a una velocidad mayor (con tasas en alza). Todo esto redujo fuertemente los márgenes netos de intereses y por consecuencia las rentabilidades operativas.

Además, en los meses previos al estrés financiero, la mayor parte de las entidades se encontraban en un ciclo fuertemente expansivo, por lo que el apalancamiento era elevado (y creciente a partir de la suba de tasas). Como consecuencia de esta situación, el peso de los intereses de deuda fue tomando una mayor preponderancia en los flujos operativos de estas empresas lo que, sumado a las malas condiciones del mercado para acceder al financiamiento, limitó en gran parte la capacidad de originación de los créditos. Esta situación afecta la rentabilidad futura (en el corto plazo) de las compañías dado que el nuevo nivel de activos tiene como contrapartida un stock de deuda superior.

En segundo lugar, el aumento en el nivel de precios a partir de la suba del tipo de cambio y la fuerte desaceleración económica, particularmente en las grandes ciudades y los sectores de empleo intensivo, afectaron el salario real y los niveles de empleo de los individuos sujeto de crédito de estas compañías. Esto impactó en la capacidad de repago de estos créditos, aumentando la morosidad de las EFNB de Consumo significativamente y reduciendo aún más su rentabilidad operativa. Además, como consecuencia del mayor riesgo de crédito, la mayoría de estas empresas se vieron obligadas a modificar sus políticas de otorgamiento de préstamos, reduciendo el volumen de originación de nuevos créditos y la generación de ingresos.

Si bien se observa una mayor estabilidad de las principales variables en los últimos meses, el escenario continúa complejo para este tipo de compañías, las cuales registran, en su mayoría, considerables pérdidas de utilidades. FIX estima que mientras persista un escenario de elevadas tasas de interés,

Gráfico #1: Tasas de interés y cantidad de operaciones

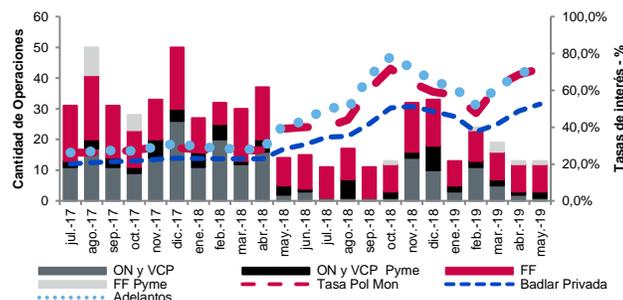
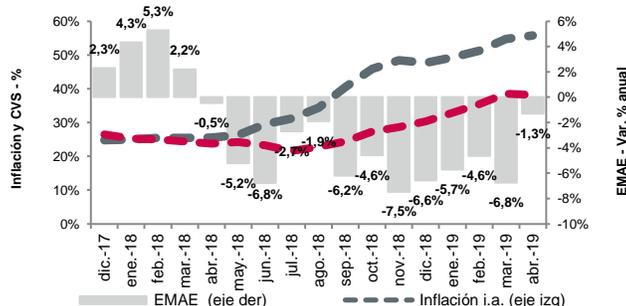


Gráfico #2: Principales Variables Macroeconómicas



fuerte contracción del consumo y retracción de la demanda de crédito, las EFNB seguirán viéndose afectadas, teniendo como principal desafío retornar a niveles de *break even* operativo.

Desempeño de la Entidad

Rentabilidad (NIIF)

(%)	Mar'19(*)	Jun'18	Mar'18	Jun'17
Ingresos Netos por Intereses/ Activos Rentables Prom.	98,7	97,9	96,2	111,2
Gastos de Administración / Total de Ingresos	38,1	48,9	45,3	41,9
Cargos por Incobrabilidad / Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad	82,9	56,1	37,5	29,0
Resultado Operativo / Activos Prom.	10,0	17,8	29,2	43,5
Resultado Neto / Patrimonio Neto Prom.	-31,8	47,3	57,2	69,9

Fuente: Cartasur Cards S.A. NIIF; (*) en moneda homogénea.

Los ingresos de CS históricamente se sustentan principalmente en su elevado margen por intereses (acorde al segmento de mercado en el que desarrolla su operatoria). Sin embargo, a mar'19 la entidad (considerando el ajuste por inflación), registró una pérdida de \$126.9 millones, con un ROA puntual del -11.4%. Los ingresos de CS se vieron impactados por un fuerte incremento de los cargos por incobrabilidad y de los egresos por financiación. El elevado riesgo de crédito de su operatoria expone a la compañía a una mayor volatilidad de sus resultados.

FIX, observa un deterioro en el segmento en el que opera CS, que se refleja en el incremento de los cargos por incobrabilidad y en el aumento del costo de fondeo. Esta situación presiona los resultados operativos de las entidades. FIX considera que el fuerte estrés de las principales variables macroeconómicas y financieras continuará afectando negativamente el desempeño de este tipo de compañías.

CS muestra una acotada diversificación en sus fuentes de ingresos, siendo el margen financiero el principal flujo de ingresos de la compañía, aunque se destaca el elevado margen que presenta la entidad. A mar'19 el ratio de ingresos netos por intereses /activos rentables promedio, alcanzaba el 98.7%. No obstante, la reciente incorporación de la comercialización de seguros de saldo deudor comenzó a brindarle un flujo estable de comisiones (aproximadamente 4 millones por mes). También se dieron de alta como agente de cambio aunque aún no presentan operatoria.

En tanto, el ratio de cargos por incobrabilidad sobre resultado operativo antes de cargos por incobrabilidad alcanzaba a mar'19 un 82.9% evidenciando una significativa desmejora respecto a mar'18 (37.5%), producto del fuerte deterioro de la cartera.

La eficiencia de CS mejoró en el último año tanto en términos de ingresos (gastos/ingresos: 38.1% a mar'19 vs. 45.3% a mar'18) como de activos (gastos/activos: 36.2% a mar'19 vs. 38.8% a mar'18), dado que la entidad realizó un fuerte recorte de gastos ante la situación de estrés de liquidez que debió afrontar y ajustó la estructura al nuevo volumen de originaciones. La dotación total de la entidad se redujo de 313 personas a mayo 2018 a 241 a abril 2019.

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 90% 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'19(*)	Jun'18	Mar'18	Jun'17
Crecimiento de Préstamos Brutos (Ytd*)	20,0	105,9	80,3	121,0
Préstamos Irregulares / Préstamos Brutos	55,8	34,9	27,9	26,5
Previsiones / Préstamos Brutos	43,0	26,5	21,1	18,7
Préstamos Irregulares Netos de Previsiones / Patrimonio Neto	51,5	32,5	24,8	19,8
Cargos por Incob. / Préstamos Brutos Prom.	30,0	20,0	16,0	15,8

*Ytd: Year-to-date

Fuente: Cartasur Cards S.A. NIIF; (*) en moneda homogénea

Por su parte, el análisis de la morosidad histórica de la cartera consolidada de la entidad, de acuerdo a su vintage, la mora de CS se ubica cerca del 11% para los clientes “renovadores” (ya fueron clientes de la entidad previamente), y del 17% para los clientes “nuevos” (primera vez que tomaN un crédito en CS). Sin embargo, al considerar el promedio de las originaciones de 2018, con al menos seis meses de historia, se ubica en 16.5% para los “renovadores” y en 25% para los “nuevos”.

Riesgo crediticio

Como mencionamos, 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 en su comportamiento previo con la empresa (en caso de existir antecedentes), en su desempeño con el resto del sistema financiero (tanto en entidades financieras como otras entidades de consumo no financieras), su situación de empleo, etc, y en base a este análisis se realiza una oferta personalizada de acuerdo a la calificación que logra el cliente.

Luego, en el último año, generó un nuevo motor de decisión automático, que incorpora más herramientas y nuevas variables.

Los montos otorgados por créditos son de hasta \$59.000 (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 (12 cuotas).

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 10 deudores representan 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'19 la cartera de préstamos a individuos representaba el 95.3% del total de financiaciones, dando cuenta del menor peso de la operatoria de tarjeta de crédito dentro del modelo de negocio de CS.

La irregularidad de la cartera de la compañía se ha caracterizado por ser elevada y superior a su grupo de comparación y la misma se incrementó en forma significativa en el último año (55.8% a mar'19 y 27.9% a mar'18). 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 39.8% a mar'19, nivel aún elevado respecto a entidades financieras no bancarias reguladas por BCRA (7.2% a mar'19), y también respecto a las entidades desreguladas que tienen modelos de negocios similares al de Cartasur (entre un 20 y 25%).

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'19, la entidad presentaba una ajustada cobertura con provisiones de la cartera irregular (77.1% a mar'19 vs. 75.7% a mar'18), y una mayor exposición del patrimonio a pérdidas por incobrabilidad de créditos que alcanzaba el 51.5%. (24.8% a mar'18).

Riesgo de mercado

El riesgo de mercado de CS es moderado por el corto plazo promedio de sus financiaciones (vida promedio de 12 meses). Sin embargo, eventos de estrés como el acontecido en 2018 con un fuerte incremento de la tasa de interés en un lapso corto de tiempo puede generar riesgo de tasa de interés dado que las financiaciones son a tasa fija, mientras que los pasivos son en general a tasa variable y ajustan más rápido. Este riesgo es mitigado en forma parcial por las elevadas tasas activas producto del alto riesgo del segmento al que destina sus créditos.

Por otro lado, CS no presenta riesgo cambiario pues no posee activos y pasivos nominados en moneda extranjera.

Fuentes de Fondos y Capital

Fondeo y Liquidez

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. Luego, en los últimos años emitió tres obligaciones negociables y dos préstamos sindicados y se fondeó mediante créditos bancarios.

Sin embargo, durante 2018 producto del deterioro de la situación macroeconómica que limitó el fondeo e incrementó su costo, la entidad sufrió un estrés de liquidez y realizó entre marzo y abril de 2019 un reperfilamiento de su deuda bancaria a fin de mitigar este último. Cerró el acuerdo con los dos principales bancos acreedores, y luego con los sindicados, donde se fijó un plazo de 42 meses, con amortizaciones mensuales de capital e interés y un período de gracia de amortización de capital por seis meses. Dichos acuerdos mejoraron el flujo de fondos. Adicionalmente, el tope de la tasa en dichos acuerdos del 60%, pese a ser a tasa variable + margen, brinda mayor previsibilidad.

A la fecha de análisis, el fondeo de la entidad se encuentra más limitado, se fondea principalmente con capital propio y con las cobranzas propias del flujo de su negocio, las cuales se vieron reducidas ante el incremento de la morosidad y en menor medida por fideicomisos financieros. No obstante, se destaca que luego del reperfilamiento de deuda con los bancos y los sindicados, los compromisos financieros en el corto plazo se redujeron significativamente. En tanto, al 31.03.19 registraba \$34.4 millones en FCI y \$42.5 millones en efectivo y equivalentes como liquidez

Descalce de plazos - Cartasur

(Abril-19)	a 30 días	a 90 días	a 120 días	a 180 días	a 360 días	a más de 360 días
Saldo a cobrar por plazo						
Créditos	297.102.507	607.692.431	308.370.952	628.338.933	1.919.692.873	4.433.273.254
Tarjetas	24.375.697	41.286.751	16.809.541	30.450.069	71.948.186	59.792.087
	321.478.204	648.979.182	325.180.493	658.789.002	1.991.641.059	4.493.065.341
Estructura de vencimientos del Activo	3,8%	7,7%	3,9%	7,8%	23,6%	53,2%
Pasivos						
	a 30 días	a 90 días	a 180 días	a 365 días	a 2 años	a más de 2 años
Deudas Bancarias	16.625.507	33.777.262	14.602.436	30.463.978	81.676.076	279.392.662
Préstamos Sindicados	10.829.987	27.526.218	13.988.734	27.526.218	91.974.057	454.356.255
Fideicomisos Financieros	38.200.335	59.330.860	12.051.218	-	-	-
ON Clase III	22.688.014	31.268.042	14.485.696	-	-	-
Otros	19.160.233	-	-	-	-	-
	107.504.076	151.902.382	55.128.084	57.990.196	173.650.133	733.748.917
Estructura de vencimientos del Pasivo	8,4%	11,9%	4,3%	4,5%	13,6%	57,3%
	a 30 días	a 90 días	a 180 días	a 365 días	a 2 años	a más de 2 años
Descalce por tramo	213.974.128	497.076.800	270.052.409	600.798.806	1.817.990.926	3.759.316.424
Descalce acumulado	213.974.128	711.050.928	981.103.337	1.581.902.143	3.399.893.069	7.159.209.493

Fuente: Cartasur

En mar'19, los pasivos financieros representaban el 45.2% del activo y el capital propio el 39.1% virviendo la composición histórica del fondeo, donde el capital propio predominaba (44.0% y 44.7% respectivamente a mar'18).

A dicha fecha los compromisos financieros se componían principalmente por préstamos bancarios (59.8% de los mismos), seguido por fideicomisos financieros en un 20.9% y obligaciones negociables en un 8.7%.

Al 31.03.19 el activo corriente representaba 1.86 veces el pasivo corriente. El riesgo de liquidez de la entidad se encuentra mitigado por el reciente reperfilamiento de la deuda financiera con bancos 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 mayo de 2018, la continua necesidad de refinanciación de parte de sus pasivos podría afectar su rentabilidad.

Capital

Capitalización (NIIF)

(%)	Mar'19	Jun'18	Mar'18	Jun'17
Capital Tangible / Activos Tangibles	39,06	32,67	29,94	44,06
Patrimonio Neto / Activos	39,11	32,70	29,94	44,06
Resultado Neto - Dividendos pagados / Total del Patrimonio Neto	(28,95)	30,65	50,57	40,86

Fuente: Cartasur Cards S.A. NIIF

La generación de resultados histórica de CS ha contribuido al crecimiento de su patrimonio, lo que le permitió sostener buenos niveles de capitalización aún con el fuerte incremento en el volumen de activos experimentado en los últimos años hasta el cierre del ejercicio en junio'18.

CS presentaba a mar'19 un ratio de patrimonio neto/activos que alcanzaba el 39.1% (29.9% a mar'18). Pese a evidenciar una caída del patrimonio del 18.9% desde jun'18, la menor originación de créditos en este ejercicio, producto del encarecimiento y la mayor restricción al fondeo, con la consecuente caída del activo, permitió conservar los niveles de capitalización. Sin embargo, el ratio de PN/activos ajustado por falta de provisiones era del 23.7%. En tanto, se destaca que en enero de 2019, la entidad capitalizó \$50 millones. Hacia adelante la capitalización podría continuar bajo presión de persistir el deterioro de la rentabilidad operativa.

A su vez, el endeudamiento se mantiene en niveles adecuados: 1,6 veces, muy por debajo del promedio ponderado de las entidades financieras no bancarias reguladas por BCRA (6.6 veces a mar'19).

Por otro lado, FIX considera positivamente que, entre otros, los acuerdos realizados contemplan el compromiso de: i) no distribuir dividendos a los accionistas y ii) no pagar anticipos, honorarios ni remuneraciones a sus directores, a excepción de los directores ejecutivos, cuya remuneración deberá corresponder a condiciones de mercado por sus funciones.

Anexo I

Estados Financieros de acuerdo a Normas Internacionales de Información Financiera

Cartasur Card S.A. Estado de Resultados

	31 mar 2019(*)		30 jun 2018		31 mar 2018		30 jun 2017		30 jun 2016	
	9 meses	Como % de	Anual	Como % de	9 meses	Como % de	Anual	Como % de	Anual	Como % de
	ARS miles	Activos	ARS miles	Activos	ARS miles	Activos	ARS miles	Activos	ARS miles	Activos
	Original	Rentables	Original	Rentables	Original	Rentables	Original	Rentables	Original	Rentables
1. Intereses por Financiaciones	1.395,4	130,43	1.286,2	88,50	883,4	85,89	680,3	85,06	349,6	100,61
2. Otros Intereses Cobrados	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
3. Ingresos por Dividendos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
4. Ingresos Brutos por Intereses	1.395,4	130,43	1.286,2	88,50	883,4	85,89	680,3	85,06	349,6	100,61
5. Intereses por depósitos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
6. Otros Intereses Pagados	353,0	33,00	164,1	11,29	111,2	10,81	60,5	7,57	14,0	4,04
7. Total Intereses Pagados	353,0	33,00	164,1	11,29	111,2	10,81	60,5	7,57	14,0	4,04
8. Ingresos Netos por Intereses	1.042,4	97,43	1.122,1	77,21	772,2	75,08	619,8	77,49	335,6	96,57
9. Resultado Neto por operaciones de Intermediación y Derivados	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
10. Resultado Neto por Títulos Valores	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
11. Resultado Neto por Activos valuados a FV a través del estado de resultados	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
12. Resultado Neto por Seguros	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
13. Ingresos Netos por Servicios	9,0	0,84	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
14. Otros Ingresos Operacionales	8,5	0,80	-122,2	-8,41	-7,6	-0,74	16,4	2,05	3,0	0,85
15. Ingresos Operativos (excl. intereses)	17,6	1,64	(122,2)	(8,41)	(7,6)	(0,74)	16,4	2,05	3,0	0,85
16. Gastos de Personal	136,3	12,74	143,9	9,90	104,5	10,17	97,5	12,19	66,2	19,04
17. Otros Gastos Administrativos	267,9	25,04	344,6	23,71	242,1	23,54	168,8	21,11	101,3	29,14
18. Total Gastos de Administración	404,2	37,78	488,5	33,61	346,7	33,71	266,3	33,30	167,4	48,18
19. Resultado por participaciones - Operativos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
20. Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad	655,7	61,29	511,4	35,19	417,9	40,64	369,9	46,25	171,1	49,24
21. Cargos por Incobrabilidad	543,8	50,83	286,9	19,74	156,9	15,26	107,3	13,41	26,7	7,69
22. Cargos por Otras Previsiones	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
23. Resultado Operativo	111,8	10,45	224,5	15,45	261,0	25,38	262,6	32,84	144,4	41,55
24. Resultado por participaciones - No Operativos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
25. Ingresos No Recurrentes	43,2	4,04	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
26. Egresos No Recurrentes	19,3	1,81	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.	-	n.a.	-
28. Otro Resultado No Recurrente Neto	-206,2	-19,27	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
29. Resultado Antes de Impuestos	(70,4)	(6,58)	224,5	15,45	261,0	25,38	262,6	32,84	144,4	41,55
30. Impuesto a las Ganancias	56,5	5,28	18,3	1,26	81,4	7,91	71,0	8,88	41,1	11,82
31. Ganancia/Pérdida de Operaciones discontinuadas	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
32. Resultado Neto	(126,9)	(11,87)	206,2	14,19	179,7	17,47	191,6	23,96	103,3	29,73
33. Resultado por diferencias de Valuación de inversiones disponibles para la venta	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
34. Revaluación del Activo Fijo	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
35. Resultados por Diferencias de Cotización	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
36. Otros Ajustes de Resultados	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
37. Resultado Neto Ajustado por FIX SCR	(126,9)	(11,87)	206,2	14,19	179,7	17,47	191,6	23,96	103,3	29,73
38. Memo: Resultado Neto Atribuible a Intereses Minoritarios	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
39. Memo: Resultado Neto Después de Asignación Atribuible a Intereses Minoritarios	-126,9	-11,87	206,2	14,19	179,7	17,47	191,6	23,96	103,3	29,73
40. Memo: Dividendos relacionados al período	n.a.	-	51,2	3,52	n.a.	-	82,4	10,30	20,7	5,95
41. Memo: Dividendos de Acciones Preferidas del Período	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-

(*) Estados Financieros a Moneda Homegénea

Cartasur Card S.A. Estado de Situación Patrimonial

	31 mar 2019 (*)		30 jun 2018		31 mar 2018		30 jun 2017		30 jun 2016	
	9 meses ARS miles Original	Como % de Activos	Anual ARS miles Original	Como % de Activos	9 meses ARS miles Original	Como % de Activos	Anual ARS miles Original	Como % de Activos	Anual ARS miles Original	Como % de Activos
Activos										
A. Préstamos										
1. Préstamos Hipotecarios	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
2. Otros Préstamos Hipotecarios	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
3. Préstamos de Consumo	2.358,7	157,92	1.965,9	127,13	1.721,6	108,91	954,6	111,88	432,0	115,05
4. Préstamos Comerciales	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
5. Otros Préstamos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
6. Previsiones por riesgo de incobrabilidad	1.013,9	67,88	522,5	33,79	365,4	23,12	179,0	20,98	84,5	22,51
7. Préstamos Netos de Incobrables	1.344,8	90,04	1.443,3	93,34	1.356,1	85,80	775,6	90,89	347,5	92,54
8. Préstamos Brutos	2.358,7	157,92	1.965,9	127,13	1.721,6	108,91	954,6	111,88	432,0	115,05
9. Memo: Financiaciones en Situación Irregular	1.314,7	88,02	687,1	44,43	483,0	30,55	253,4	29,69	112,2	29,88
10. Memo: Préstamos a Valor Razonable	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
B. Otros Activos Rentables										
1. Depósitos en Bancos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
2. Operaciones de Pase y Colaterales en Efectivo	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
3. Títulos Valores para Compra-venta o Intermediación	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
4. Derivados	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
4. Títulos Valores disponibles para la venta	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
5. Títulos registrados a costo más rendimiento	36,4	2,44	10,0	0,65	15,1	0,96	24,2	2,84	n.a.	-
6. Inversiones en Sociedades	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
7. Otras inversiones	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
8. Total de Títulos Valores	36,4	2,44	10,0	0,65	15,1	0,96	24,2	2,84	n.a.	-
9. Memo: Títulos Públicos incluidos anteriormente	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
10. Memo: Total de Títulos Comprometidos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
11. Inversiones en inmuebles	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
12. Activos en Compañías de Seguros	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
13. Otros Activos por Intermediación Financiera	45,3	3,03	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
13. Activos Rentables Totales	1.426,4	95,50	1.453,3	93,99	1.371,3	86,75	799,8	93,73	347,5	92,54
C. Activos No Rentables										
1. Disponibilidades	42,5	2,85	35,4	2,29	108,6	6,87	32,7	3,84	15,1	4,02
2. Memo: Exigencia de efectivo mínimo en ítem anterior	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
3. Bienes Diversos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
4. Bienes de Uso	20,3	1,36	13,3	0,86	7,4	0,47	7,6	0,89	5,5	1,47
5. Llave de Negocio	1,2	0,08	0,9	0,06	0,0	0,00	0,0	0,00	0,0	0,00
6. Otros Activos Intangibles	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
7. Créditos Impositivos Corrientes	3,0	0,20	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
8. Impuestos Diferidos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
9. Operaciones Discontinuas	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
10. Otros Activos	0,2	0,01	43,4	2,81	93,4	5,91	13,1	1,54	7,4	1,98
11. Total de Activos	1.493,6	100,00	1.546,3	100,00	1.580,7	100,00	853,3	100,00	375,5	100,00
Pasivos y Patrimonio Neto										
D. Pasivos Onerosos										
1. Cuenta Corriente	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
2. Caja de Ahorro	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
3. Plazo Fijo	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
4. Total de Depósitos de clientes	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
5. Préstamos de Entidades Financieras	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
6. Operaciones de Pase y Colaterales en Efectivo	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
7. Otros Depósitos y Fondos de Corto Plazo	141,7	9,48	896,1	57,95	912,2	57,71	381,4	44,70	94,0	25,04
8. Total de Depósitos, Préstamos a Entidades Financieras y Fondos	141,7	9,48	896,1	57,95	912,2	57,71	381,4	44,70	94,0	25,04
9. Pasivos Financieros de Largo Plazo	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
10. Deuda Subordinada	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
11. Otras Fuentes de Fondo	145,1	9,71	111,5	7,21	111,7	7,07	21,4	2,51	11,5	3,07
12. Total de Fondos de Largo plazo	145,1	9,71	111,5	7,21	111,7	7,07	21,4	2,51	11,5	3,07
12. Derivados	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
14. Otros Pasivos por Intermediación Financiera	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
15. Total de Pasivos Onerosos	286,7	19,20	1.007,6	65,16	1.023,8	64,77	402,8	47,21	105,6	28,12
E. Pasivos No Onerosos										
1. Deuda valuada a Fair Value	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
2. Previsiones por riesgo de incobrabilidad	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
3. Otras Previsiones	18,0	1,20	16,7	1,08	13,4	0,85	14,4	1,69	8,8	2,35
4. Pasivos Impositivos corrientes	74,7	5,00	16,3	1,05	70,2	4,44	60,1	7,04	37,5	9,99
5. Impuestos Diferidos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
6. Otros Pasivos Diferidos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
7. Operaciones Discontinuas	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
8. Pasivos por Seguros	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
9. Otros Pasivos no onerosos	530,1	35,49	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
10. Total de Pasivos	909,5	60,89	1.040,6	67,30	1.107,4	70,06	477,4	55,94	151,9	40,45
F. Capital Híbrido										
1. Acciones Preferidas y Capital Híbrido contabilizado como deuda	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
2. Acciones Preferidas y Capital Híbrido contabilizado como Patrimonio	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
G. Patrimonio Neto										
1. Patrimonio Neto	584,1	39,11	505,7	32,70	473,2	29,94	375,9	44,06	223,6	59,55
2. Participación de Terceros	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
3. Reservas por valuación de Títulos Valores	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
4. Reservas por corrección de tipo de cambio	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
5. Diferencias de valuación no realizada y Otros	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
6. Total del Patrimonio Neto	584,1	39,11	505,7	32,70	473,2	29,94	375,9	44,06	223,6	59,55
7. Total de Pasivos y Patrimonio Neto	1.493,6	100,00	1.546,3	100,00	1.580,7	100,00	853,3	100,00	375,5	100,00
8. Memo: Capital Ajustado	582,9	39,03	504,8	32,65	473,2	29,94	375,9	44,06	223,6	59,55
9. Memo: Capital Elegible	582,9	39,03	504,8	32,65	473,2	29,94	375,9	44,06	223,6	59,55

(*) Estados Financieros a Moneda Homogénea

Cartasur Card S.A.

Ratios

	31 mar 2019(*)	30 jun 2018	31 mar 2018	30 jun 2017	30 jun 2016
	9 meses	Anual	9 meses	Anual	Anual
A. Ratios de Rentabilidad - Intereses					
1. Intereses por Financiaciones / Préstamos brutos (Promedio)	77,09	89,61	90,41	100,45	105,45
2. Intereses Pagados por Depósitos / Depósitos (Promedio)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3. Ingresos por Intereses / Activos Rentables (Promedio)	132,13	112,18	109,99	122,06	133,36
4. Intereses Pagados / Pasivos Onerosos (Promedio)	78,52	21,75	21,44	22,13	21,29
5. Ingresos Netos Por Intereses / Activos Rentables (Promedio)	98,70	97,87	96,15	111,20	128,01
6. Ingresos Netos por Intereses menos Cargos por Incobrabilidad / Activos Rentables (Promedio)	47,20	72,85	76,61	91,95	117,82
7. Ingresos netos por Intereses menos Dividendos de Acciones Preferidas / Activos Rentables (Promedio)	98,70	97,87	96,15	111,20	128,01
B. Otros Ratios de Rentabilidad Operativa					
1. Ingresos no financieros / Total de Ingresos	1,66	(12,22)	(0,99)	2,58	0,87
2. Gastos de Administración / Total de Ingresos	38,14	48,86	45,34	41,86	49,46
3. Gastos de Administración / Activos (Promedio)	36,15	38,75	38,83	44,06	58,40
4. Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad / Patrimonio Neto (Promedio)	164,12	117,38	133,13	134,87	94,46
5. Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad / Activos (Promedio)	58,63	40,56	46,81	61,20	59,69
6. Cargos por Incobrabilidad / Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad	82,94	56,09	37,54	29,00	15,61
7. Resultado Operativo / Patrimonio Neto (Promedio)	28,00	51,54	83,15	95,75	79,71
8. Resultado Operativo / Activos (Promedio)	10,00	17,81	29,23	43,45	50,37
9. Impuesto a las Ganancias / Resultado Antes de Impuestos	(80,25)	8,16	31,17	27,04	28,45
10. Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad / Activos Ponderados por Riesgo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
11. Resultado operativo / Activos Ponderados por Riesgo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
C. Otros Ratios de Rentabilidad					
1. Resultado Neto / Patrimonio Neto (Promedio)	(31,77)	47,33	57,23	69,86	57,03
2. Resultado Neto / Activos (Promedio)	(11,35)	16,36	20,12	31,70	36,04
3. Resultado Neto Ajustado / Patrimonio Neto (Promedio)	(31,77)	47,33	57,23	69,86	57,03
4. Resultado Neto Ajustado / Total de Activos Promedio	(11,35)	16,36	20,12	31,70	36,04
5. Resultado Neto / Activos más Activos Administrados (Promedio)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
6. Resultado neto / Activos Ponderados por Riesgo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
7. Resultado neto ajustado / Activos Ponderados por Riesgo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
D. Capitalización					
1. Capital Ajustado / Riesgos Ponderados	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3. Tangible Common Equity / Tangible Assets	39,06	32,67	29,94	44,06	59,55
4. Tier 1 Regulatory Capital Ratio	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
5. Total Regulatory Capital Ratio	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
7. Patrimonio Neto / Activos	39,11	32,70	29,94	44,06	59,55
8. Dividendos Pagados y Declarados / Utilidad neta	n.a.	24,8	n.a.	43,0	20,0
9. Dividendos Pagados y Declarados / Resultado Neto Ajustado por FIX SCR	n.a.	24,8	n.a.	43,0	20,0
10. Dividendos y recompra de Acciones / Resultado Neto	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
11. Resultado Neto - Dividendos pagados / Total del Patrimonio Neto	(28,95)	30,65	50,57	29,06	36,96
E. Ratios de Calidad de Activos					
1. Crecimiento del Total de Activos	(3,41)	81,21	85,24	127,23	87,54
2. Crecimiento de los Préstamos Brutos	19,98	105,93	80,34	120,96	69,38
3. Préstamos Irregulares / Total de Financiaciones	55,78	34,86	27,92	26,46	25,94
4. Previsiones / Total de Financiaciones	43,02	26,51	21,13	18,70	19,54
5. Previsiones / Préstamos Irregulares	77,12	76,05	75,66	70,67	75,32
6. Préstamos Irregulares Netos de Previsiones / Patrimonio Neto	51,51	32,53	24,84	19,76	12,39
7. Cargos por Incobrabilidad / Total de Financiaciones (Promedio)	30,02	19,99	16,04	15,84	8,06
8. Préstamos dados de baja en el periodo / Préstamos Brutos (Promedio)	n.a.	n.a.	n.a.	0,62	1,28
9. Préstamos Irregulares + Bienes Diversos / Préstamos Brutos + Bienes Diversos	55,78	34,86	27,92	26,46	25,94
F. Ratios de Fondo					
1. Préstamos / Depósitos de Clientes	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2. Préstamos Interbancarios / Pasivos Interbancarios	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3. Depositos de clientes / Fondo Total excluyendo Derivados	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

(*) Estados Financieros a Moneda Homegénea

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 12 de julio de 2019, decidió confirmar (*) las siguientes calificaciones asignadas de Cartasur Cards S.A:

Endeudamiento de Largo Plazo: BB+(arg) Perspectiva Negativa.

Endeudamiento de Corto Plazo: B(arg).

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

Categoría BB(arg): BB nacional implica riesgo crediticio relativamente vulnerable respecto a otros emisores o emisiones del país. Dentro del contexto del país, el pago de estas obligaciones financieras implica cierto grado de incertidumbre y la capacidad de pago en tiempo y forma es más vulnerable al desarrollo de cambios económicos adversos.

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar 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 B(arg): Indica una capacidad incierta de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Dicha capacidad es altamente susceptible a cambios adversos en el corto plazo de las condiciones económicas y financieras.

La calificación de Cartasur se fundamenta en la baja calidad de sus activos, el fuerte deterioro de su rentabilidad operativa, su ajustada liquidez y su adecuada capitalización. Además se considera su escasa diversificación de ingresos.

La Perspectiva Negativa responde a la tendencia que presenta el segmento en el que opera, donde la Calificadora considera que el fuerte estrés de las principales variables macroeconómicas y financieras evidenciado en los últimos meses continuará afectando negativamente el desempeño de este tipo de compañías.

(*) Siempre que se confirma una calificación, la calificación anterior es igual a la del presente dictamen.

Nuestro análisis de la entidad se basa en los estados contables auditados por Becher y Asociados S.R.L. (BDO) al 30.06.18, quienes emitieron un dictamen con salvedades, dado que la Sociedad se encuentra desarrollando la metodología de “deterioro de valor” de la NIIF 9 de instrumentos financieros. En consecuencia, no se ha cuantificado el efecto que tendría la aplicación del mencionado punto de las NIIF 9. Adicionalmente, mencionan que en su opinión excepto por lo mencionado, los estados financieros presentan razonablemente en todos sus aspectos significativos, la situación financiera de la entidad, así como sus resultados integrales, 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 al 31.03.19 de revisión limitada por BDO, quién establece que a excepción del punto mencionado en el párrafo precedente (no se ha cuantificado el efecto que tendría la aplicación de la metodología de deterioro de valor de la NIIF 9), están en condiciones de manifestar que no se les han presentado otras circunstancias que les hicieran pensar que los estados financieros intermedios condensados a la fecha de análisis no estén

preparados en todos sus aspectos significativos, de conformidad con el marco contable establecido por la CNV.

Fuentes de información

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

Para la determinación de las presentes calificaciones se consideró información de carácter privado y la siguiente información de carácter público:

- Balance General Auditado (último 30.06.2018), disponible en www.cnv.gov.ar.
- Balance trimestral auditado (último 31.03.19), disponible en www.cnv.gov.ar.
- Suplementos de Precios, disponibles www.cnv.gov.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.

El 21 de agosto de 2018 Cartasur emitió las Obligaciones Negociables Clase III por un monto de \$54.8 millones con vencimiento al 21 de agosto de 2019 que devengan una tasa Badlar Privada más 2000 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.