

**Empresas**  
**EBUCAR S.A.****Emisor**

Ebucar S.A.

**Calificación**ON Pymes Serie IV  
VN \$ 6 millones "A+(ong)"**Calificación anterior**

"A+(ong)"

**Tipo de informe**

Seguimiento

**Fecha de calificación**

19 de abril de 2018

**Metodología de Calificación**

Se utilizó la Metodología de Calificación de Riesgos para títulos de deuda privada, empresas y préstamos bancarios aprobada por la CNV bajo la Resolución CNV 17.313/14

**Analistas**

Juan Carlos Esteves

[jesteves@untref.edu.ar](mailto:jesteves@untref.edu.ar)

Walter Severino

[wseverino@untref.edu.ar](mailto:wseverino@untref.edu.ar)**Fecha de calificación**

20 de julio de 2018

**Advertencia**

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

**Calificaciones**

Títulos emitidos	Monto	Vencimiento	Calificación	Perspectiva
ON Pymes Serie IV	\$ 6 millones	24 meses desde la emisión	"A+(ong)"	Estable

**Fundamentos de la calificación**

A través de este Informe, se mantiene la calificación otorgada a las ON Serie IV. La fundamentación de la calificación, se sustenta en las características del Contrato de Fideicomiso de Garantía "MAXI MALL IV"(CFG), a través del cual EBUCAR S.A., en carácter de fiduciante, cede en propiedad fiduciaria al Fiduciario (Banco de Valores S.A.), y como garantía de pago de todos los Servicios de la ON, ante un evento de incumplimiento, a la totalidad de los Créditos originados bajo los Convenios de Sublocación de Espacio vigentes y sus prórrogas o renovaciones, los cuales se identifican en el Anexo 2.1.1 del mencionado Contrato.

Se establece en el mismo que los deudores cedidos notificados, depositan en una Cuenta Recaudadora (CR) de titularidad del Fiduciante, pero operada por el Fiduciario, los montos correspondientes a los cánones de alquiler.

Asimismo, también el fiduciante cede al fideicomiso, las garantías de cobro de sublocación que tiene acordadas con algunos sublocatarios. Las mismas consisten en la cesión al fiduciante, de los derechos de cobro que tienen esos sublocatarios, derivados de cada convenio suscripto con Cumar S.A., y que se vinculan con las operaciones realizadas con la tarjeta de compra denominada MAXI Ultra. Esta operación se halla sustanciada a través de los denominados "Convenios de Tarjetas de Compra". Oportunamente notificado, Cumar S.A. procederá al depósito de los montos involucrados en la mencionada CR.

El Fiduciario constituirá a nombre del Fideicomiso y a través de cuenta bancaria, una Cuenta Fiduciaria (CF), la cual bajo determinadas circunstancias contempladas en el CFG, identificadas como "Eventos de Incumplimiento", operará en sustitución de la CR, a los fondos fideicomitados y a los que se derivan del funcionamiento del fideicomiso.

El administrador fiduciario Banco de Valores S.A., a través de su trayectoria y experiencia, garantiza una administración profesional de la fiducia bajo consideración.

Esos elementos, como así también la constitución de un Margen de Garantía, descripto más adelante en el Anexo IV de este informe, en el punto correspondiente al Contrato de Fideicomiso de Garantía, y los Fondos de Gastos y de Reserva que se establecen, considerando además que los montos de los créditos cedidos, exceden largamente a eventuales situaciones de impagos o retrasos en la cancelación de los servicios, determinan que UNTREF ACRUP considere al CFG, como una estructura jurídica y económica, sólida y robusta.

UNTREF ACR UP considera además que estos mecanismos generan una clara fortaleza a la estructura propuesta, mitigando en gran parte el riesgo del emisor, entendiéndose también como un aspecto destacable el carácter de operador de la CR por parte del Fiduciario.

UNTREF ACR UP también considera que el emisor, cuenta con capacidad operativa y de gestión adecuada para afrontar la administración de los créditos y con una estructura comercial que le permitirá continuar con la originación de los créditos y la administración de los Contratos de Sublocación.

### **Análisis de sensibilidad**

Para proyectar los flujos de fondos de la compañía y los ratios de cobertura de deuda y de intereses, se evaluaron y estresaron los siguientes supuestos,

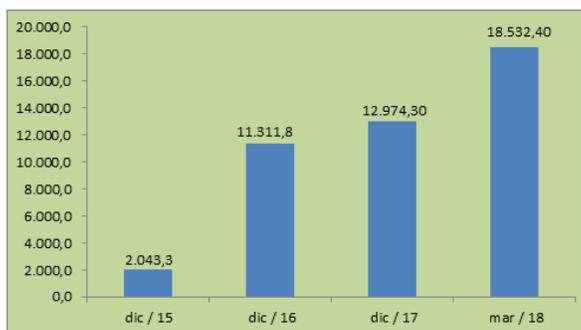
- Horizonte de proyección: Septiembre de 2019.
- Flujo teórico de las cobranzas de alquileres. Variaciones de volúmenes de venta.
- Flujo teórico de cobranzas de créditos personales.
- Nivel de morosidad en las cobranzas de alquileres y en las cobranzas de los créditos personales.
- Niveles de originación de créditos personales.
- Pago de alquileres según contratos de locación.
- Gastos de funcionamiento de la empresa de acuerdo a periodos anteriores con ajuste del 25 % anual. (Excepto los costos laborales que se ajustan al 20 % anual)-
- Obligaciones negociables: se consideró para la evaluación que las obligaciones negociables devengarán una tasa máxima del 42 % t.n.a. hasta su cancelación.

UNTREF ACR UP considera que los niveles de cobertura que presenta la estructura, bajo estas hipótesis estimadas, son soportados por el flujo de fondos de la empresa.

### **Desempeño operativo**

Con relación a la evolución de los principales ingresos de EBUCAR S.A., se destaca la creciente importancia que van adquiriendo los ingresos por intereses de los préstamos personales. Esta evolución es el resultado de la mayor actividad crediticia realizada por la empresa. Hacia marzo de 2018, los intereses cobrados representaron el 29,2% de los ingresos recibidos, en tanto el saldo de capital de los préstamos personales, hacia esa fecha, alcanzaba aproximadamente a los 18,5 millones de pesos. Los siguientes Gráfico 1 y Cuadro 1, exponen la información comentada sobre el desempeño de los variables señaladas.

Grafico 1 **Evolución de los saldos por préstamos personales**



Cuadro 1 **Evolución de los alquileres e intereses**  
en miles de pesos

Conceptos	31/12/2015	% *	31/12/2016	% *	31/12/2017	% *	31/03/2018	% *
<b>Alquileres</b>	35.940,3	90,0%	39.392,7	80,6%	45.315,5	72,8%	12.291,90	70,5%
<b>Intereses</b>	3.789,1	9,5%	9.289,0	19,0%	16.682,40	26,8%	5.086,40	29,2%

\* con relación a los ingresos totales  
Fuente: EECC

## La deuda y la sostenibilidad financiera

Con relación a los niveles de endeudamiento, la deuda financiera, según los estados contables al 31/03/2018, alcanza a los \$ 10.765,4 miles, estando constituido básicamente, por los pagos de la ON IV, cheques de pago diferido y canones de leasing. La deuda financiera de corto plazo informada, alcanza a los \$ 8.376,6 miles, de la cual \$ 2.040,0 miles lo constituyen servicios de principal de la ON serie IV. Durante el presente periodo, la empresa cancelo el residual de deuda correspondiente a la ON Serie III.

Con relación al comportamiento de los vencimientos de los servicios de principal de la ON Serie IV, considerando los pagos realizados a la fecha de elaboración de este informe, el siguiente Cuadro 2 expone el calendario de pagos de los instrumentos. Los pagos de intereses coinciden con dichos vencimientos.

Cuadro 2 **Pagos de principal de la ON Serie IV**

Serie	Cuotas	Fecha	Servicios de principal (en \$)
IV	3	1/9/2018	1.020.000
IV	4	1/1/2019	1.020.000
IV	5	1/5/2019	1.020.000
IV	6	1/9/2019	900.000

## Observaciones de impacto macroeconómico y social

UNTREF ACR UP considera que la emisión de las Obligaciones Negociables Pyme Ebucar Serie IV no genera un impacto macroeconómico y social sobre el cual deba advertir a los inversores y al público en general.

### Anexo I

#### 1. Estado de Situación Patrimonial (en \$)

ACTIVO	31/03/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
<b>Activo Corriente</b>				
Caja y Bancos	999.959,3	2.508.788,1	828.144,0	2.072.222,6
Inversiones	2.703.825,2	2.789.152,5	2.264.781,6	2.001.000,1
Cuentas por Cobrar	405.254,2	113.051,1	576.672,7	1.295.631,7
Creditos personales	18.532.577,4	12.974.378,9	11.311.188,9	2.043.000,0
Otros Creditos	2.296.055,1	1.874.772,6	754.831,6	2.953.223,7
Total	24.937.671,1	20.260.143,2	15.735.618,9	10.365.078,0
<b>Activo no Corriente</b>				
Bienes de Uso	802.659,6	859.258,6	601.362,6	504.529,7
Total	802.659,6	859.258,6	601.362,6	504.529,7
<b>Total Activo</b>	<b>25.740.330,6</b>	<b>21.119.401,8</b>	<b>16.336.981,5</b>	<b>10.869.607,7</b>
<b>PASIVO</b>	<b>43.190,0</b>	<b>43.100,0</b>	<b>42.735,0</b>	<b>42.369,0</b>
<b>Pasivo Corriente</b>				
Deudas Comerciales	2.405.426,9	1.856.538,9	1.546.521,1	1.692.069,9
Deudas Sociales	1.120.687,1	2.359.798,6	1.487.807,5	
Deudas Financieras	8.376.650,0	4.216.961,0	4.270.950,4	137.849,2
Deudas Fiscales	5.470.778,6	4.038.992,4	3.762.696,7	2.390.526,2
Total	17.373.542,5	12.472.291,0	11.067.975,7	4.220.445,3
<b>Pasivo no Corriente</b>				
Deudas Financieras	2.388.803,4	3.030.852,2	0,0	300.000,0
Deudas Fiscales	0,0	0,0	106.412,2	174.220,5
Total	2.388.803,4	3.030.852,2	106.412,2	474.220,5
<b>Total Pasivo</b>	<b>19.762.345,9</b>	<b>15.503.143,2</b>	<b>11.174.387,9</b>	<b>4.694.665,8</b>
<b>Patrimonio Neto</b>	<b>5.977.984,7</b>	<b>5.616.258,6</b>	<b>5.162.593,6</b>	<b>6.174.941,9</b>
<b>Pasivo+ Patrimonio Neto</b>	<b>25.740.330,6</b>	<b>21.119.401,8</b>	<b>16.336.981,5</b>	<b>10.869.607,7</b>

## 2. Estado de Resultados (en \$)

Estado de Resultados	31/03/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Alquileres	12.291.910,3	45.315.502,0	39.392.743,8	35.940.337,1
Comisiones	0,0	18.313,6	6.850,0	35.225,8
Recupero de Gastos	47.880,0	205.893,5	207.873,8	182.934,0
Intereses Ganados	5.086.447,7	16.682.448,2	9.289.020,2	3.789.082,6
<b>Total de Ingresos</b>	<b>17.426.238,1</b>	<b>62.222.157,2</b>	<b>48.896.487,8</b>	<b>39.947.579,6</b>
Gastos de Administración	893.357,7	13.325.040,5	10.958.396,7	1.730.570,2
Gastos de Comercialización	14.897.799,2	45.210.640,5	36.508.933,1	33.270.193,2
Gastos Financieros	1.568.622,4	4.112.008,4	1.456.261,9	1.352.620,7
<b>Total de Egresos</b>	<b>17.359.779,3</b>	<b>62.647.689,4</b>	<b>48.923.591,7</b>	<b>36.353.384,1</b>
Otros ingresos y egresos	295.267,4	1.612.799,9	1.801.834,1	607.431,6
Resultados por tenencias			-6.481,3	
<b>Resultado antes de Impuestos</b>	<b>361.726,2</b>	<b>1.187.267,8</b>	<b>1.768.248,9</b>	<b>4.201.627,1</b>
Impuesto a las ganancias		418.542,8	532.422,1	568.472,5
<b>Resultado del Ejercicio</b>	<b>361.726,2</b>	<b>768.725,0</b>	<b>1.235.826,7</b>	<b>3.633.154,6</b>

## 3. Índices y ratios

Indices	31/03/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
<b>Índices de liquidez</b>				
Activo Corriente/Pasivo Corriente	1,44	1,62	1,42	2,46
Liquidez/Deuda de corto plazo (1)	2,65	4,33	3,37	44,37
<b>Índices de endeudamiento</b>				
Pasivo total / Patrimonio Neto	3,31	2,76	2,16	0,76
Pasivo Total / Activo Total	0,77	0,73	0,68	0,43
Deuda financiera / Patrimonio Neto	1,80	1,29	0,83	0,07
Deuda CP / Deuda LP	0,78	0,58	1,00	0,31
<b>Índices de cobertura (2)</b>				
EBITDA / Intereses	1,74	1,48	2,76	9,44
EBIT / Intereses	1,68	1,41	2,50	9,17
Deuda / EBITDA	2,08	1,88	2,70	0,09
Deuda / EBIT	2,15	1,97	2,99	0,09
<b>Índices de rentabilidad</b>				
Utilidad Neta / Ingresos (%)	2,08	1,24	2,53	9,09
Utilidad Neta / Activos Totales (%)	n/c	3,64	7,56	33,42
Utilidad Neta / Patrimonio Neto (%)	n/c	13,69	23,94	58,84

n/c no se realizan comparativos por no ser períodos homogéneos

(1) Es la relación entre los activos corrientes (excluidos otros créditos) y las deudas financieras

(2) Es la relación entre los incrementos trimestrales de cada variable

## **Anexo IV. Características de las ON Serie IV, del Contrato de Fideicomiso de Garantía “Maxi Mall IV” (CFG) y dictamen del Asesor Legal de la emisión.**

### **●Características de las ON Serie IV**

Obligaciones Negociables Pymes Serie IV por VN \$ 6 millones: Percibirán pagos de intereses cuatrimestrales contados desde la fecha de emisión, conjuntamente con la amortización de capital de cada período. Devengarán una tasa nominal anual variable equivalente al promedio aritmético simple de la Tasa Badlar Privada, más un diferencial de tasa del 7,50%, con un mínimo de 15% de t.n.a y un máximo de 35% de t.n.a. Los intereses se devengarán, para el primer servicio, entre la Fecha de Emisión (inclusive) y la primera Fecha de Pago (exclusive) y para los restantes, desde la última fecha de Pago de Servicios y hasta la próxima fecha de pago de Servicios. El interés se calculará sobre el saldo del valor nominal residual de las ON Serie IV, al inicio de cada Período de Interés, por la cantidad de días de cada Período de Interés, considerando para su cálculo un año de 365 días.

La amortización de capital se realizará en 6 períodos cuatrimestrales, el primero de los cuales se establece a partir de la fecha de emisión. Los primeros cinco con un 17% de amortización y el final con un 15%. Los Servicios de Amortización de capital, serán concurrentes con los períodos definidos para los Servicios de Intereses. El vencimiento final será a los 24 meses desde el momento de la emisión. Los Servicios concurrirán pari-passu con todas las emisiones de obligaciones negociables, vigentes o a emitirse bajo el programa que la compañía realice en el futuro, de acuerdo a las condiciones de emisión y que no sean subordinadas.

### **●Contrato de Fideicomiso de Garantía**

Con el objetivo de garantizar el pago de las ON Serie IV, se constituirá un CFG por el cual EBUCAR S.A. actuando como Fiduciante, transferirá en propiedad fiduciaria al Banco de Valores, el Fiduciario, 1) los créditos a cobrar, originados en los cánones de alquiler establecidos en los Convenios de Sublocación de espacio vigentes, sus prórrogas y extensiones, correspondientes a los sublocatarios descritos en el Anexo 2.1.1 del modelo de CGF; 2) la cesión de los derechos de cobro de sumas de dinero, resultantes del convenio suscripto por cada sublocatario con Cumar S.A., en relación con la tarjeta de compra Maxi Ultra y que actúan como garantía de pago de las sublocaciones a EBUCAR S.A. y 3) a efectos de garantizar la adecuada conservación de los fondos depositados en la Cuenta Recaudadora (CR), el Fiduciante cede “pro solvendo” al Fiduciario, con imputación al Fideicomiso, los créditos actuales y futuros que el aquel, en su carácter de titular de la CR, tiene contra el Banco Recaudador (BR) y que se describen en el CGF bajo la figura de “Cesión de Saldos”.

En la Notificación de Cesión, el Fiduciante instruirá al Deudor Cedido para que, desde el día hábil siguiente a dicha Notificación y durante la vigencia del Fideicomiso, los Cánones de Alquiler sean pagados exclusivamente mediante depósitos en la CR, salvo que el Fiduciario instruya otro modo operacional.

Asimismo y antes de la fecha de cierre del Período de Colocación, el Fiduciante deberá acreditar ante el Fiduciario, haber notificado de modo fehaciente a Cumar S.A., que todos los pagos de los convenios cedidos a EBUCAR S.A. en carácter de garantía, se verifique exclusivamente mediante depósitos en la CR, salvo que el Fiduciario instruya otro modo operacional y

Finalmente, y con la misma fecha del punto anterior, el Fiduciante deberá acreditar ante el Fiduciario, haber notificado por medio fehaciente al BR, de la cesión de saldos y la instrucción irrevocable para su operación por parte del Fiduciario, a través de la CR.

Los modelos de notificación se presentan en Anexos que integran el CFG.

Se establece que durante la vigencia del Fideicomiso, el Fiduciante deberá mantener abierta la CR, para su utilización por parte del Fiduciario y a favor de los obligacionistas.

UNTREF ACR UP considera que a partir del cumplimiento de las notificaciones señaladas, la operación de la CR por parte del Fiduciario, constituye un sólido y seguro procedimiento para la satisfacción de los pagos de Servicios de la ON, ante un evento de incumplimiento, y de las restantes obligaciones que emergen del funcionamiento del CFG.

Se establece que ante la existencia de algunos eventos, el Fiduciario notificará al BR que la totalidad de la cobranza deberá acreditarse en la CF, hasta tanto el Fiduciario disponga el restablecimiento de la operatoria original, y/o instruirá a los Deudores Cedidos para que los créditos sean pagados exclusivamente mediante acreditación en la CF y/o instruirá a Cumar, para que las sumas de dinero resultantes los Convenios de Tarjeta de Compra, sean pagados exclusivamente a través de acreditaciones en la CF.

Los causales de acreditación directa en la CF son:

- a) Evento de Incumplimiento por parte del Fiduciante, de acuerdo con lo establecido en el Capítulos IV de los “Términos y Condiciones de la Emisión Global” A), y en el V en lo referido a las “Condiciones particulares de Emisión de las ON Serie IV”, punto c).
- b) La disposición de medidas cautelares o ejecutivas por cualquier monto sobre la CR, excepto que la medida no afecte la disponibilidad presente y futura de los fondos allí acreditados
- c) Cuando se produzcan determinadas circunstancias que deriven en el cierre de la CR, o en la pérdida de su condición de cuenta corriente sin servicio de cheques, impidiendo asegurarse que los únicos débitos de dicha cuenta, consistan en transferencias a la CF, y/o Cuenta Libre del Fiduciario, ó débitos para el pago de Gastos e Impuestos del Fideicomiso y de los Servicios de la ON serie IV
- d) La omisión por parte de EBUCAR de informar en forma fehaciente, dentro de un plazo no superior a las 24 horas hábiles, de la ocurrencia de los sucesos descriptos en los tres puntos anteriores.

Dentro de los veinte días posteriores a cada cierre de bimestre calendario, EBUCAR S.A. deberá acreditar ante el Fiduciario, a través de informe certificado por el auditor externo de la empresa, el cumplimiento de la constitución del Margen de Garantía. El mismo, está constituido por un equivalente de 1,5 veces la sumatoria del próximo Servicio de Amortización e Intereses a pagar, calculados desde la tasa de interés máxima según las condiciones de Emisión y por los Gastos del Fideicomiso correspondientes a un cuatrimestre.

Durante la vigencia de importes adeudados de cualquier servicio, con relación a las Obligaciones Negociables Serie IV, la emisora se obliga a cumplir con los siguientes compromisos particulares:

- a. Durante la vigencia de las Obligaciones Negociables, no realizará distribuciones de utilidades (en cualquiera de sus formas) que superen el monto que en forma anual, alcancen los servicios de capital e intereses de las ON o el equivalente al 30% del resultado del ejercicio, de ambos conceptos el mayor.
- b. Mantendrá un nivel de endeudamiento bancario y financiero, por debajo de los tres meses de ventas brutas, medidos sobre el promedio de ventas brutas del trimestre anterior.
- c. Mantener un Patrimonio Neto superior a los \$ 2.000.000 y
- d. Que la actividad comercial, no se encuentre concentrada en más del 50% en un solo cliente.

La emisora asimismo, deberá cumplir con las siguientes obligaciones, las cuales se hallar descriptas en el Prospecto de la Emisión:

- a. Mantenimiento de su existencia societaria, libros y registros
- b. Conservación de las propiedades
- c. Contratación y mantenimiento de los seguros y
- d. Cumplimiento del ordenamiento local en materia de leyes y contratos

## Definición de la calificación

Obligaciones Negociables Pymes Serie IV por \$ 6 millones “A+(ong)”. Perspectiva Estable.

La definición de la categoría “A (ong)” las emisiones o emisores calificados en “A” nacional, presentan una buena capacidad de pago de sus obligaciones comparativamente con otras emisiones o emisores nacionales. Presentan una mayor vulnerabilidad con respecto a las categorías superiores, en su desempeño económico y financiero, con relación a cambios previsiblemente menos favorables, en los entornos económicos y de negocios.”

Modificadores: “las calificaciones podrán ser complementadas por los modificadores “+” o “-“ para determinar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría. El modificador no cambia la definición de la categoría a la cual se lo aplica y será utilizado entre las categorías AA y CCC de largo plazo y para la categoría A1 de corto plazo.”

El indicador “ong” corresponde a obligaciones negociables con garantía.

La perspectiva se asigna a una calificación de largo plazo, como una opinión respecto del comportamiento de la misma en el mediano y largo plazo. Para la asignación de la perspectiva se consideran los posibles cambios en la economía, la industria y el negocio, la estructura organizacional y cualquier otro factor relevante que pudiera incidir. Las perspectivas no indican necesariamente un futuro cambio en la calificación asignada. La perspectiva estable indica que la calificación probablemente no cambie.

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

Fuentes de información:

La información recibida resulta adecuada y suficiente para fundamentar la calificación otorgada:

- Estados Contables auditados al 31 de diciembre de 2015, 2016, 2017 y I trimestre de 2018
- Información cuantitativa y cualitativa de Ebucar S.A. relevante para la calificación, proporcionada por la empresa.
- Suplemento de Prospecto de emisión del Programa de Obligaciones Negociables PYMES Serie IV por hasta \$ 6 millones, del Contrato de Fideicomiso de Garantía y del modelo de Convenio de Sublocación.

### Analistas a cargo:

Juan Carlos Esteves [jesteves@untref.edu.ar](mailto:jesteves@untref.edu.ar)  
Walter Severino, [wseverino@untref.edu.ar](mailto:wseverino@untref.edu.ar)

### Responsable de la función de Relaciones con el Público:

Raquel Kismer de Olmos, [rkolmos@untref.edu.ar](mailto:rkolmos@untref.edu.ar)

Fecha de calificación: 20 de julio de 2018