

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

Ebucar S.A.

**Calificación**ON Pymes Serie V  
VN \$ 8 millones "A+ (ong)"**Calificación anterior**

"A+ (ong)"

**Fecha de calificación**

14 de mayo de 2020

**Tipo de informe**

Seguimiento

**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**

14 de agosto de 2020

**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 V	\$8.000.000	Nov. 2020	"A+(ong)	Estable

**Fundamentos de la calificación**

A través de este Informe, se mantiene la calificación otorgada a las ON Serie V. La fundamentación de la calificación, se sustenta en las características del Contrato de Fideicomiso de Garantía "MAXI MALL V" (CFG) a través de los cuales 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 los Anexos de los mencionados Contratos. Se establece en los mismos que los deudores cedidos notificados, depositen 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 administrador fiduciario Banco de Valores S.A., a través de su trayectoria y experiencia, garantiza una administración profesional de los CFG.

La consideración de esas referencias, como así también la constitución de un Margen de Garantía y los Fondos de Gastos y de Reserva que se establecen en los CFG, entendiéndose además, que los montos de los créditos cedidos cubren adecuadamente eventuales situaciones de impagos o retrasos en la cancelación de los servicios, determinan que UNTREF ACRUP defina al CFG, como un instituto constituido con una estructura jurídica y económica, sólida y robusta.

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

UNTREF ACR UP considera finalmente que, el emisor cuenta con capacidad operativa y de gestión adecuada para afrontar la administración de los créditos y 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: noviembre de 2020.
- 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: Al cancelarse el residual de principal de la Serie IV, UNTREF ACR UP dispuso que para la ON Serie V, se descuenta el flujo residual a una tasa del 70% (tasa máxima de la colocación) hasta su cancelación, en noviembre de 2020.

UNTREF ACR UP considera que los niveles de cobertura que presenta la estructura financiera, bajo estas hipótesis estimadas, son sostenidos por el flujo de fondos de la empresa y consistentes con la calificación otorgada. Por otra parte, la sustancial reducción de la tasa de referencia de la emisión, contribuirá a facilitar la cancelación de los dos servicios de intereses correspondientes al residual de la deuda.

Se destaca que resta solo un pago de principal y de los correspondientes intereses, en la fecha del 9 de noviembre del corriente año, para proceder a la cancelación de la deuda.

### ●Desempeño operativo

Con relación a la evolución de los principales ingresos de EBUCAR S.A., se observa continuidad en la desaceleración en la originación de créditos por préstamos personales. Esta evolución produjo una menor expansión en el rubro de intereses cobrados. Hacia marzo de 2020 (1er trimestre del ejercicio 2020), los mismos representaron el 16,9% de los ingresos totales, alcanzando a los \$ 3.710,5 miles. En tanto el saldo de capital de los préstamos personales, hacia esa fecha, fue de \$10.890,3 miles. Para el 31 de diciembre de 2019 (cierre del ejercicio anterior), los intereses representaron el 39,3% de los ingresos totales y el saldo de préstamos fue de \$ 11.060,6 miles. Estos datos, reflejan el impacto del retroceso de la demanda de préstamos, que acompañó al receso en el nivel de actividad durante todo 2019, y sin modificaciones sustanciales durante el primer trimestre del corriente año.

Los ingresos por alquileres tuvieron un comportamiento inverso, pasando a representar a marzo de 2020, el 76,1% de los ingresos totales, contra un 71,6% registrado hacia el cierre del ejercicio anterior.

Esa información se presenta en el Anexo I, presentando un resumen de los Estados Contables intermedios al 31 de marzo de 2020, expresados en moneda homogénea.

● **La deuda y la sostenibilidad financiera**

Con relación a los niveles de endeudamiento, la deuda financiera según los Estados Contables al 31/03/2020, alcanzó a los \$ 2.657,0 miles, estando constituida en un 96,4% por los devengamientos de los pagos del principal restantes de las ON Serie V y deuda bancaria. La deuda financiera de corto plazo informada a esa fecha, esta explicada en su totalidad por la cifra señalada más arriba.

Con relación a la ON Serie V, el 09 de julio del corriente año la empresa canceló la quinta cuota de principal, por un monto de \$ 1.360,0 miles, abonando también los servicios de intereses. Resta para cancelar el principal de esta emisión, un monto de \$ 1.200,0 miles, con fecha de vencimiento del 09/11/2020.

La empresa presenta una sustentable posición económico/financiera, producto también de una intensa actividad en la reducción de los pasivos financieros, especialmente ejecutada durante los primeros nueve meses del ejercicio 2019.

Cuadro 1 **Pagos de principal de las ON Serie V**

Serie	Cuotas	Fecha	Servicios de principal (en \$)
V	6	09/11/2020	1.200.000
<b>Saldo de principal de la Serie V</b>			1.200.000

● **Observaciones de impacto macroeconómico y social**

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

Anexo I

UNTREF ACR UP ha tomado en consideración, para la exposición de la información contable de los Estados Contables Intermedios del ejercicio al 31 de marzo de 2020, lo establecido en las Notas 2.1, 2.2 y 2.3 de dichos estados.

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

ACTIVO	31/03/2020	31/12/2019
<b>Activo corriente</b>		
Caja y Bancos	4.200.858,0	4.512.398,0
Inversiones	4.390.200,0	3.201.722,0
Cuentas por cobrar	1.914.860,0	666.187,0
Créditos personales	10.890.378,0	11.060.578,0
Otros créditos	4.729.649,0	2.830.855,0
<b>Total Activo corriente</b>	<b>26.125.945,0</b>	<b>22.271.740,0</b>
<b>Activo no corriente</b>		
Bienes de Uso	3.572.870,0	3.620.689,0
Otros créditos NC	2.225.302,0	2.549.672,0
<b>Total Activo no corriente</b>	<b>5.798.172,0</b>	<b>6.170.361,0</b>
<b>Total Activo</b>	<b>31.924.117,0</b>	<b>28.442.101,0</b>

\* En moneda homogénea

PASIVO	31/03/2020	31/12/2019
<b>Pasivo corriente</b>		
Deudas comerciales	4.769.580,0	2.694.172,0
Deudas Sociales	3.476.253,0	2.575.098,0
Deudas Financieras	2.656.968,0	4.489.393,0
Deudas Fiscales	5.975.747,0	6.544.322,0
<b>Total Pasivo corriente</b>	<b>16.878.548,0</b>	<b>16.302.985,0</b>
<b>Pasivo no corriente</b>		
Deudas financieras	0,0	0,0
Deudas fiscales	0,0	0,0
<b>Total Pasivo no corriente</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Total Pasivo</b>	<b>16.878.548,0</b>	<b>16.302.985,0</b>
<b>Patrimonio Neto</b>	<b>15.045.569,0</b>	<b>12.139.116,0</b>
<b>Total Patrimonio Neto + Pasivo</b>	<b>31.924.117,0</b>	<b>28.442.101,0</b>

\* En moneda homogénea

## 2. Estado de Resultados\*

Variables	31/03/2020	31/03/2019
Ventas netas de alquileres	16.670.716	24.679.556
Recupero de gastos	1.528.299	104.089
Intereses cobrados	3.710.503	9.688.940
<b>Total de Ingresos</b>	<b>21.909.518</b>	<b>34.472.585</b>
Gastos de administración	-1.748.801	-3.541.445
Gastos de comercialización	-15.940.896	-24.975.031
Intereses pagados	-709.488	-5.629.310
Otros gastos financieros	-1.122.184	-898.860
<b>Total de Gastos</b>	<b>-19.521.369</b>	<b>-35.044.646</b>
Otros ingresos	1.674.754	982.726
Resultados financieros y por tenencia incluido Repcam	-1.156.450	-59.305
<b>Resultado antes de impuestos</b>	<b>2.906.453</b>	<b>351.360</b>
<b>Impuestos</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Resultado del ejercicio</b>	<b>2.906.453</b>	<b>351.360</b>

\*en moneda homogénea

## 3. Ratios

	31/03/2020	31/12/2019
Índices	3 meses	12 meses
<b>Índices de liquidez</b>		
Activo corriente/Pasivo corriente	1,55	1,37
Liquidez / Deuda de corto plazo (1)	3,23	1,72
<b>Índices de endeudamiento</b>		
Pasivo Total/Patrimonio neto	1,12	1,34
Pasivo Total/Activo Total	0,53	0,57
Deuda CP/Deuda Total	1,00	1,00
Deuda financiera/Patrimonio Neto	0,18	0,37
<b>Índice de apalancamiento</b>		
Activo Total / Patrimonio Neto	2,12	2,34
<b>Índices de cobertura*</b>		
EBITDA/Intereses (veces)	4,37	0,90
EBIT / Intereses	4,30	0,88

(1)Caja + Inversiones / Deuda financiera de corto plazo

## Anexo II. Características de la ON Serie V.

### Obligaciones Negociables Pymes Serie V por VN \$ 8 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 (la “Tasa de Referencia”) más un Diferencial de Tasa del 13%, con un mínimo de 30% nominal anual (la “Tasa Mínima”) y un máximo de 70% nominal anual (la “Tasa Máxima”). 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 de la serie será el 9 de noviembre de 2020. 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.

## Definición de la calificación

Obligaciones Negociables Pymes Serie V por \$ 8 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 marzo de 2020
- 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 Series V, Contratos de Fideicomiso de Garantía y modelos de los Convenios 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:

Nora Ramos, [nramos@untref.edu.ar](mailto:nramos@untref.edu.ar)

Fecha de calificación: 14 de agosto de 2020