

Empresas
EBUCAR S.A.**Emisor**
Ebucar S.A.**Calificación**
ON Pymes Serie IV
VN \$ 6 millones "A+ (ong)"
ON Pymes Serie V
VN \$ 8 millones "A+ (ong)"**Calificación anterior**
"A+ (ong)"**Fecha de calificación**
27 de marzo de 2019**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.arWalter Severino
wseverino@untref.edu.ar**Fecha de calificación**
11 de julio de 2019**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	\$6.000.000	septiembre de 2019	"A+(ong)"	Estable
ON Pymes Serie V	\$8.000.000	noviembre de 2020	"A+ (ong)"	Estable

Fundamentos de la calificación

A través de este Informe, se mantiene la calificación otorgada a las ON Serie IV y V. La fundamentación de la calificación, se sustenta en las características de los Contratos de Fideicomiso de Garantía "MAXI MALL IV"(CFG IV) y "MAXI MALL V"(CFG V), 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 las 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, entendiendo 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 a los CFG IV y V, como institutos constituidos con 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 incrementando la originación crediticia 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: 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: se consideró para la evaluación que las ON Serie IV, devengarán una tasa máxima del 35 % t.n.a. (tasa máxima de la colocación) hasta su cancelación, en septiembre de 2019. En tanto que para la ON Serie V, se consideró 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.

●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 originación crediticia realizada por la empresa. Hacia marzo de 2019, los intereses cobrados representaron el 39,3% de los ingresos recibidos, alcanzando a los \$6,7 millones, en tanto el saldo de capital de los préstamos personales, hacia esa fecha, fue de \$16,1 millones. Esta información, es la presentada en los Estados Contables Intermedios a marzo de 2019, 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 31/03/2019, alcanzo a los \$ 13.703,7 miles, estando constituida básicamente, por los devengamientos de los pagos del principal las ON Series IV y V, cheques de pago diferido, deuda bancaria y cánones de leasing. La deuda financiera de corto plazo informada, representaba el 51,5% de la deuda total. A esa fecha, el saldo

residual de capital a pagar por las emisiones IV y V, a corto y a largo plazo, alcanzaban a los \$9.460,0 miles. La deuda de largo plazo, esta explicada principalmente por los servicios residuales de principal de la ON Serie V y asciende por todo concepto a un monto de \$6.640,0 miles, según los Estados Contables.

Durante el período considerado en este Informe, la empresa canceló el quinto servicio de principal e intereses de la deuda correspondiente a la ON Serie IV, el 2 de mayo de 2019. El capital residual de la Serie, equivale actualmente a los \$900,0 miles, con fecha de cancelación del 9 de setiembre de 2019.

Con relación a la ON Serie V, el 10 de julio del corriente año la empresa canceló la segunda cuota de principal e intereses, quedando un residual de deuda, para esta serie, de \$ 5.280,0 miles. En consecuencia, hacia julio de 2019, el saldo de principal de ambas ON alcanzó a los \$6.180,0 miles.

Con respecto al calendario de los futuros vencimientos de los servicios de principal, de las ON Serie IV y V, el siguiente Cuadro 1, expone la secuencia de pagos correspondientes a los instrumentos mencionados. Los pagos de intereses, para ambas Series de ON, coinciden con dichos vencimientos.

Cuadro 1 **Pagos de principal de las ON Series IV y V**

Serie	Cuotas	Fecha	Servicios de principal (en \$)
IV	6	01/09/2019	900.000
V	3	09/11/2019	1.360.000
V	4	09/03/2020	1.360.000
V	5	09/07/2020	1.360.000
V	6	09/11/2020	1.200.000

●Observaciones de impacto macroeconómico y social

UNTREF ACR UP establece que la emisión de las Obligaciones Negociables Pyme Ebucar Serie IV y 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 a marzo de 2019, lo establecido en las Notas 2.1, 2.2 y 2.3 de dichos estados.

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

ACTIVO	31/03/2019	31/12/2018
Activo corriente		
Caja y Bancos	286.267,4	75.999,2
Inversiones	6.561.060,3	9.516.168,9
Cuentas por cobrar	966.802,1	1.303.628,2
Créditos personales	25.042.386,6	21.411.195,2
Otros créditos	2.279.176,3	1.918.564,0
Total Activo corriente	35.135.692,7	34.225.555,5
Activo no corriente		
Bienes de Uso	3.014.274,8	3.078.002,2
Otros Créditos	0,0	3.294.077,0
Total Activo no corriente	3.014.274,8	6.372.079,2
Total Activo	38.149.967,4	40.597.634,7

PASIVO	31/3/2019	31/12/2018
Pasivo corriente		
Deudas comerciales	5.503.013,1	3.078.302,9
Deudas Sociales	5.360.257,7	5.843.912,0
Deudas Financieras	7.063.392,0	12.900.397,8
Deudas Fiscales	4.164.724,7	3.807.631,9
Total Pasivo corriente	22.091.387,4	25.630.244,6
Pasivo no corriente		
Deudas financieras	6.640.000,0	5.548.521,0
Deudas fiscales	0,0	0,0
Total Pasivo no corriente	6.640.000,0	5.548.521,0
Total Pasivo	28.731.387,4	31.178.765,6
Patrimonio Neto	9.418.580,0	9.418.869,1
Total Patrimonio Neto + Pasivo	38.149.967,4	40.597.634,7

* En moneda homogénea

2. Estado de Resultados*

Variables	31/3/2019	31/3/2018
Ingresos por ventas y servicios	22.545.816,3	17.426.238,1
Total de Ingresos	22.545.816,3	17.426.238,1
Gastos de administración	-2.316.181,7	-893.357,7
Gastos de comercialización	-16.334.210,7	-14.897.799,2
Gastos Financieros	-4.269.564,3	-1.568.622,4
Total de Gastos	-22.919.956,7	-17.359.779,3
Otros ingresos y egresos	642.724,3	295.267,4
Resultados financieros y por tenencia incluido Repcam	-38.786,6	0,0
Resultado antes de impuestos	229.797,3	361.726,2
Impuestos	0,0	0,0
Resultado del ejercicio	229.797,3	361.726,2

*en moneda homogénea

3. Ratios

	31/3/2019	31/12/2018
Índices	3 meses	12 meses
Índices de liquidez		
Activo corriente/Pasivo corriente	1,59	1,34
Liquidez / Deuda de corto plazo (1)	0,97	0,74
Índices de endeudamiento		
Pasivo Total/Patrimonio neto	3,05	3,31
Pasivo Total/Activo Total	0,75	0,77
Deuda CP/Deuda Total	0,52	0,70
Deuda financiera/Patrimonio Neto	1,45	1,96
Índice de apalancamiento		
Activo Total / Patrimonio Neto	4,05	4,31
Índices de cobertura		
EBITDA/Intereses (veces)	1,08	3,49
EBIT / Intereses	1,06	3,39
Deuda/EBITDA (veces)	n/c	1,72
Índices de rentabilidad		
Utilidad Neta/Ingresos %	1,0%	4,2%
Utilidad Neta/Activos totales %	n/c	10,5%
Utilidad Neta/Patrimonio Neto %	n/c	45,0%

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

Anexo IV. Características de las ON Series IV y V.**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 (la “Tasa de Referencia”), más un margen de 7,50%, con un mínimo de 15% nominal anual (la “Tasa Mínima”) y un máximo de 35% 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 es el 1° de septiembre de 2019. 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.

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 IV por \$ 6 millones “A+ (ong)”. Perspectiva Estable.
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 2019
- 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 IV y V, Contratos de Fideicomiso de Garantía y modelos de los Convenios de Sublocación.

Analistas a cargo:

Juan Carlos Esteves jesteves@untref.edu.ar
Walter Severino, wseverino@untref.edu.ar

Responsable de la función de Relaciones con el Público:

Raquel Kismer de Olmos, rkolmos@untref.edu.ar

Fecha de calificación: 11 de julio de 2019