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

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

Walter Severino
wseverino@untref.edu.ar

Fecha de calificación
7 de septiembre de 2017

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

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, cederá 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, depositarán 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 fideicomitidos 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, entendiendo 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: julio 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 35 % t.n.a. durante toda su vigencia y las obligaciones negociables serie III, ya emitidas, devengarán una tasa máxima de 45 % t.n.a por el periodo que le resta de vigencia.

UNTREF ACR UP considera que los niveles de cobertura que presenta la estructura son consistentes con la calificación asignada.

Perfil del emisor, la dirección y su organización.

EBUCAR S.A se constituyó el 12 de marzo de 2004 en la Ciudad de Mendoza bajo el Legajo Nº 8.218 del Registro de Sociedades Anónimas. Las actividades principales de la empresa, consisten en la adquisición, locación, administración y operación de inmuebles, actuando en el mercado mediante la locación y/o sublocación de inmuebles. Principalmente, en su carácter de locatario de diversos inmuebles, subloca espacios previamente determinados que son destinados a comercializar productos. Con estas características,

actualmente alquila y subalquila, como así también administra y opera, una figura comercial denominada MAXI MALL (MM). La misma, comprende al MAXI MAL Deportivo, el primero en ese formato, y el más importante de Sudamérica, denominado MAXI MALL DEPORTIVO (MMD) y al MAXI MALL URBANO (MMU). El MMD comercializa indumentaria, accesorios y artículos para uso deportivo. En tanto el MMU, comercializa indumentaria, calzados y accesorios para uso femenino, masculino y de niños. Ambos MM se encuentran ubicados en la principal zona comercial de la Ciudad de Mendoza y compuestos por una infraestructura edilicia y de servicios de nivel muy destacable.

En este Informe y en el punto referido a la Estrategia de la Empresa, se destaca que la misma, a partir de 2016, está focalizando el crecimiento de sus negocios en el incremento del otorgamiento de préstamos personales. Los mismos estarán dirigidos, principalmente, a financiar las compras de los clientes en ambos MM.

Los actuales directores de la empresa, fueron designados mediante asamblea de accionistas celebrada el 07 de abril de 2017, con duración de mandato hasta el 31 de diciembre de 2019. La tabla siguiente, presenta la composición del Órgano de Administración.

Cargo	Nombres y apellidos
Presidente y Director Titular	Gonzalo Gallego
Director Titular	Javier Alejandro Lledó
Director Titular	Pablo Daniel Lledó
Director Suplente	Silvina Sad

Los integrantes del directorio, componen un conjunto de profesionales con adecuados conocimientos y experiencia, en el manejo y administración de los negocios propios de EBUCAR S.A.

Con relación al Órgano de Fiscalización, el mismo se compone con los profesionales presentados en la siguiente tabla.

Cargo	Nombres y apellidos
Síndico titular	Miguel Angel Royo
Síndico suplente	Daniel Horacio Petito

La Auditoria Externa de la Empresa, está a cargo del Cdor Daniel Horacio Petito.

Con relación a la organización administrativa de la Empresa, el Organigrama de la misma, se corresponde con la distribución de misiones y funciones propias de las actividades comerciales de EBUCAR S.A.

El personal empleado en la Empresa con datos a fin de año 2016, indican una planta de 46 personas, las cuales se distribuyen en distintas tareas que comprenden al áreas de Gerencia, Administración, Ventas, Gestión de cobranzas, Mantenimiento y limpieza y Personal de seguridad. El nivel de empleo, de acuerdo con las variaciones estacionales del negocio, puede reflejar fluctuaciones en el número de empleados contratados.

En el Prospecto de Emisión, se informa que EBUCAR S:A no es una sociedad controlada ni controlante, no perteneciendo tampoco a ningún grupo económico. Las operaciones que celebra con partes relacionadas, tienen las mismas condiciones que las realizadas con partes independientes. Las operaciones con partes relacionadas, corresponden a las que se realizan con a) cualquier miembro de la dirección o tenedores del 5% o más de las participaciones en EBUCAR S.A. o cualquier otra empresa vinculada o fundadores de EBUCAR S.A. Y, b) cualquier sociedad en la cual, algunas de las personas comprendidas en el punto anterior tenga: 1) posea una participación, ó 2) cualquier persona que se encuentre relacionada o vinculada comercialmente, con cualquiera de las personas descriptas en el punto a). La empresa informa que cada una de las operaciones con partes relacionadas, han sido celebradas como una operación de mercado entre partes comerciales independientes.

UNTREF ACR UP entiende que estas referencias aclaratorias, están referidas básicamente a las operaciones de contratos de locación que EBUCAR S.A. realiza con los propietarios de los locales de MM.

Perfil del negocio y del sector

Como se indicó al inicio del punto anterior, hasta el presente la actividad principal de la Empresa, en su carácter de Locataria, es la Sublocación de espacios comerciales. El centro de esta actividad, transcurre a través de su intervención en las sublocaciones de espacios, realizadas con distintos comercios que operan tanto en MMD como en MMU.

El MMD, que es el primer MALL deportivo de Sudamérica, está ubicado en el centro comercial de la Ciudad de Mendoza. La superficie comprendida, alcanza a los 5.000 m2 contando con 25 locales dirigidos a la venta de indumentaria, accesorios y ropa de uso deportivo. Cada uno de los sublocadores, realiza operaciones comerciales por cuenta propia, comercializando de manera exclusiva, en el interior del MALL, los productos de una marca determinada. Se lo presenta como el shopping deportivo con mayores ventas de la Argentina.

Las marcas más importantes que se operan en el MMD, como así también el tiempo de permanencia en el MALL se presentan en el siguiente Cuadro 1:

Cuadro 1 **Marcas y años de permanencia**

Marca	Años	Marca	Años	Marca	Años
Adidas	17	Converse	8	Mohs	7
Topper	16	Reebok	8	De la Qruz	7
Puma	16	Nike	8	Quiksilver	3
Fila	15	Umbro	7	Salomon	7
Merrell	14	Try On	7	Citadium	2

El objetivo comercial central de MMD, es convertirse en el MALL deportivo más importante de Sudamérica, desde una visión de shopping temático y utilización de tiempo libre, Desde esa perspectiva, se enfoca la relación con los distintos agentes comerciales que sublocan los espacios, desde una visión de aliados estratégicos y viabilizando sus operaciones comerciales.

Florida 910 piso 1º A (C1059ABP) CABA, República Argentina/54 11 4894-1232/acrup@untref.edu.ar/www.acrup.untref.edu.ar

A partir de 2012, y como resultado de una ampliación de actividades, la Empresa desarrolló un espacio de 3.000 m2 ubicado de manera contigua al MMD. Esta unidad de negocios se denominó MMU. La misma cuenta con 21 locales destinados a la venta, de manera exclusiva dentro del MALL y con iguales características de comercialización que las vigentes en el MMD, de productos de marca. Los productos comercializados corresponden a indumentaria, calzados y accesorios para uso femenino, masculino y de niños. Las diversas marcas operadas de manera exclusiva en el interior del MMU, y su antigüedad de presencia en el mismo, se exponen en el siguiente Cuadro 2:

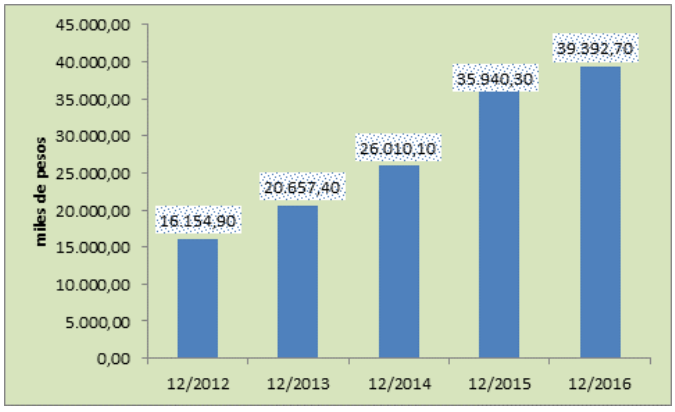
Cuadro 2 **Marcas y años de permanencia**

Marca	Años	Marca	Años	Marca	Años	Marca	Años
Adidas Original	6	Bando	6	Rassh	4	Olin	1
Lady Stork	6	Heyas	5	Código X	4	Tienda Antonia	1
John Foos	6	Probervio	5	Fila	3	Boating	1
Ozio	6	Mistika	5	Cultura	3	Rusty	1
Extrème	6	Siaquest	4	Citadium	2		

Ambos MALL cuentan con reglamentos internos, concernientes a su funcionamiento, administración y gerenciamiento, estableciendo una reglamentación común para todos los establecimientos. La disposición de los locales en los MALL, se efectúa considerando las características propias de esta modalidad de comercialización y asimilándolos a los modelos de tiendas americanas. El formato elegido es singular para la Región, constituyéndose en una iniciativa de vanguardia.

Con relación a los ingresos por sublocaciones, el comportamiento durante 2016 ha replicado lo ocurrido con el mercado en general. Los ingresos por ese concepto, tuvieron entre 2012 y 2015, un crecimiento que descontado el proceso inflacionario, indicaría variaciones positivas en términos reales. Ese escenario se modificó en el 2016 y acompañando la tendencia general, se verificó una caída en términos reales. Las expectativas de la empresa, con relación al futuro comportamiento de los ingresos por sublocaciones, indican una recuperación más intensa en términos reales para el 2017, y más moderada para los restantes períodos, que comprenden hasta julio de 2019.

Gráfico 1 **Evolución anual de los ingresos por alquileres**

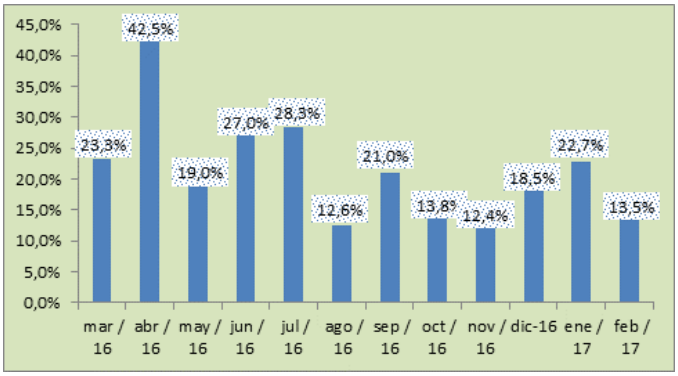


Fuente: estados contables de la empresa

El comportamiento global de las actividades comerciales durante 2016, y en parte durante 2017, se asocian con lo acontecido con el comportamiento de la actividad comercial en los MM. Medido desde las estadísticas

oficiales proporcionadas por el INDEC, se observa que las variaciones en las ventas corrientes, en término de precios corrientes, son inferiores a la evolución de la inflación para el mismo período, reflejando una caída en término reales. Estas observaciones, comprenden a la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y a 24 Distritos del Gran Buenos Aires.

Gráfico 2 **Variación interanual de las ventas**
a precios corrientes



Fuente : INDEC

Otra medición que presenta conclusiones similares a las expuestas, es la suministrada por la Cámara Argentina de la Mediana Empresa (CAME). La misma se enfoca en el comportamiento en términos reales de las ventas, para una muestra nacional, del comercio minorista. La observación del siguiente Cuadro 3, expone el sendero negativo, en términos reales, de las ventas minoristas, lo cual es consistente con lo hasta aquí planteado.

Cuadro 3 **Variación interanual**
ventas minoristas en unidades

mes	variación %
mar / 16	-5,8%
abr / 16	-6,6%
may / 16	-9,2%
jun / 16	-9,8%
jul / 16	-8,1%
ago / 16	-7,4%
sep / 16	-7,7%
oct / 16	-8,2%
nov / 16	-8,4%
dic / 16	-5,4%
ene / 17	-2,6%
feb / 17	-4,1%
mar / 17	-4,4%
abr / 17	-3,8%

Fuente: CAME

UNTREF ACR UP destaca que las características de estas unidades comerciales, como así también sus criterios de administración y organización, las convierten en sólidas unidades de negocios, con ventajas competitivas con relación al resto del mercado, lo que les permitiría transitar esta etapa, con mejores perspectivas de posicionamiento con relación al resto de su mercado de actuación. Si bien algunos factores de

comercio regional, han incorporado otros elementos de amenaza a su actividad, los niveles de venta, específicamente del MMD (que en las proyecciones significan alrededor del 80% de los ingresos por alquileres), han tenido variaciones negativas menores, no afectando drásticamente el comportamiento de las unidades comerciales.

Estrategia de la compañía

El Plan de Negocios de la empresa para el año 2017, con relación a la administración de los negocios en Maxi Mall, considera diversos objetivos y áreas de acción. Con relación a la infraestructura del Mall, están previstos cambios de pisos, tareas de pintura, modificaciones en la cartelería y modificaciones en el stand de créditos.

El cambio en la imagen del local de Adidas, es la más relevante de las tareas planeadas. Se intervendrán 450 m2 de superficie comercial, lo cual implicará, durante la realización de las obras, una adecuación del resto del Mall. Estas tareas se realizarán en el ámbito del MMD.

Con relación a la incorporación de nuevas marcas al ámbito del Mall, se asegura la incorporación de Diadora, Gaelle y Reef, en tanto también se cuenta con expectativas, con relación al probable ingreso al mercado local de Under Armour.

El crecimiento en el segmento de operaciones financieras, a través del otorgamiento de préstamos personales, se constituye en el principal objetivo de negocios para la Empresa. Siguiendo la tendencia del año 2016, las actividades vinculadas con los préstamos personales, básicamente aplicables a los consumos en el Maxi Mall, presentan una fuerte expansión. Para fortalecer ese escenario, la Empresa incrementará su participación publicitaria en los medios zonales, como así también, incorporará a la campaña publicitaria a radios y a las acciones en la vía publica. Se prevé la incorporación de una agencia de publicidad, con un plan focalizado en el objetivo señalado.

El Plan contempla acciones dirigidas a la renovación de marcas, y a mejorar el ingreso por metro cuadrado en ambos Mall, sin expandir el área bruta locativa. El crecimiento de los negocios, se centrará en el fortalecimiento del segmento de préstamos personales.

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 junio de 2017, los intereses cobrados representaron el 27,8% de los ingresos recibidos, en tanto el saldo de capital de los préstamos personales, alcanzaba a los 14.102,5 miles de pesos. El siguiente Cuadro 4 y el Gráfico 3, exponen la información comentada.

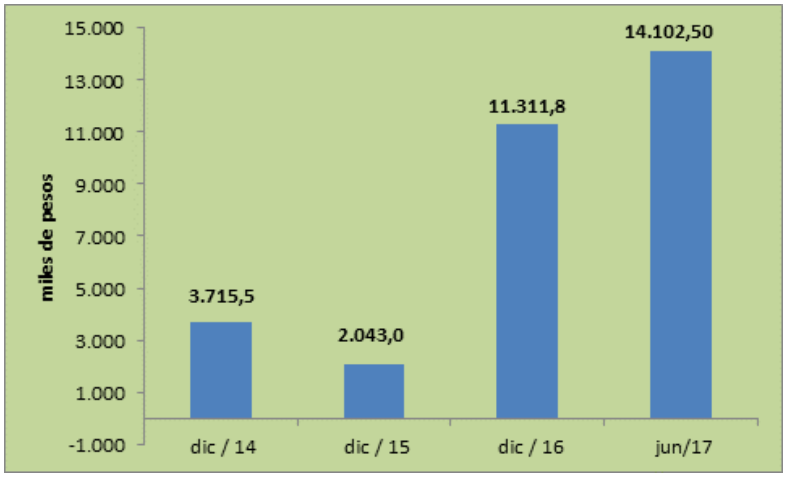
Cuadro 4 **Evolución de los ingresos**
en miles de pesos

Conceptos	31/12/2014	% *	31/12/2015	% *	31/12/2016	% *	30/06/2017	% *
Alquileres	26.010,1	93,8%	35.140,3	88,0%	39.392,7	80,6%	20.423,90	71,9%
Intereses	1.536,9	5,5%	3.789,1	9,5%	9.289,0	19,0%	7.899,80	27,8%

* con relación a los ingresos totales

Tal como se señaló, los saldos de capital neteados de los montos de previsión por incobrables, crece de manera importante durante los últimos 4 años. La estrategia de la empresa focalizará el crecimiento de los negocios, a partir del incremento en las originaciones de préstamos personales. El siguiente Gráfico 3 expone la evolución de esa variable

Gráfico 3 **Saldos de préstamos personales**



UNTREF ACR UP entiende que la Empresa cuenta, con la organización administrativa y con la estructura comercial necesarias, para mantener y seguir creciendo, tanto en lo referido a la administración de alquileres, como con relación a la expansión en los volúmenes de originación de créditos.

La deuda y la sostenibilidad financiera

La entidad presenta un nivel de capitalización y una estructura financiera, adecuadas al volumen de sus operaciones comerciales y financieras. Los activos de la Empresa se expanden sostenidamente, sustentados en la profundización de las operaciones financieras. Hacia finales de junio de 2017, el Patrimonio Neto de la Sociedad alcanzó a los $ 6.068,7 miles.

Con relación a los niveles de endeudamiento, la deuda financiera, según los estados contables al 30/06/2017, están explicados por los saldos de vencimiento de la ON Serie III, que alcanzan a los $ 1.470 miles, y cuya estructura de fechas de pago de los servicios de principal, se expone en el siguiente Cuadro 5.

Cuadro 5 **Pagos de principal de la ON Serie III**

Cuotas	Fecha	Servicios de principal	
4	06/09/2017	$	510.000
5	06/01/2018	$	510.000
6	06/05/2018	$	450.000

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	30/06/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014
Activo corriente				
Caja y Bancos	63.899,57	966.970,05	2.072.222,57	1.037.912,12
Inveriones	0	124.955,48		
Créditos por ventas	342.760,27	576.672,73	1.295.631,71	1.002.582,40
Otros créditos	14.102.450,07	12.066.020,55	4.996.223,65	5.275.745,49
Total Activo corriente	14.509.109,91	13.734.618,81	8.364.077,93	7.316.240,01
Activo no corriente				
Bienes de Uso	506.100,90	601.302,62	504.529,68	583.842,46
Inversiones	2.001.000,07	2.001.000,07	2.001.000,07	
Total Activo no corriente	2.507.100,97	2.602.302,69	2.505.529,75	583.842,46
Total Activo	**17.016.210,88**	**16.336.921,50**	**10.869.607,68**	**7.900.082,47**

PASIVO	30/06/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014
Pasivo corriente				
Deudas comerciales y sociales	3.773.045,61	3.122.010,42	1.692.069,91	1.290.369,93
Deuda financiera	1.271.229,01	4.211.312,00	137.849,24	485.824,72
Cargas fiscales	4.003.508,22	3.734.653,10	2.390.526,15	1.723.780,07
Total Pasivo corriente	9.047.782,84	11.067.975,52	4.220.445,30	3.499.974,72
Pasivo no corriente				
Deudas financieras	1.470.000,00	0,00	300.000,00	1.320.000,00
Deudas fiscales	429.723,98	106.412,21	174.220,45	238.320,49
Total Pasivo no corriente	1.899.723,98	106.412,21	474.220,45	1.558.320,49
Total Pasivo	**10.947.506,82**	**11.174.387,73**	**4.694.665,75**	**5.058.295,21**
Patrimonio Neto	***6.068.704,06***	***5.162.533,77***	***6.174.941,93***	***2.841.787,26***
Total Patrimonio Neto + Pasivo	***17.016.210,88***	***16.336.921,50***	***10.869.607,68***	***7.900.082,47***

Florida 910 piso 1º A (C1059ABP) CABA, República Argentina/54 11 4894-1232/acrup@untref.edu.ar/www.acrup.untref.edu.ar

2. Estado de Resultados (en $)

	30/06/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014
Índices	6 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Indices de liquidez				
Activo corriente/Pasivo corriente	1,33	1,23	1,78	1,45
Indices de endeudamiento				
Pasivo Total/Patrimonio neto	1,80	2,16	0,76	1,78
Pasivo Total/Activo Total	0,64	0,68	0,43	0,64
Deuda CP/Deuda LP	0,46	1,00	0,31	0,27
Deuda financiera/Patrimonio Neto	0,45	0,82	0,07	0,64
Indices de cobertura				
EBITDA/Intereses (veces)	12,67	1,86	9,44	0,27
Deuda/EBITDA (veces)	n/c	4,0	0,1	12,9
Indices de rentabilidad				
Utilidad Neta/Ingresos	4,3%	3,1%	10,1%	4,0%
Utilidad Neta/Activos totales	n/c	7,6%	33,4%	0,0%
Utilidad Neta/Patrimonio Neto	n/c	23,9%	58,8%	0,0%

3. Índices y ratios

	30/06/2017	31/12/2016	31/12/2015	31/12/2014
Indices de liquidez				
Activo corriente/Pasivo corriente	1,33	1,23	1,78	1,45
Indices de endeudamiento				
Pasivo Total/Patrimonio neto	1,80	2,16	0,76	1,78
Pasivo Total/Activo Total	0,64	0,68	0,43	0,64
Deuda CP/Deuda LP	0,46	1,00	0,31	0,27
Deuda financiera/Patrimonio Neto	0,45	0,82	0,07	0,64
Indices de cobertura				
EBITDA/Intereses (veces)	12,67	1,86	9,44	0,27
Deuda/EBITDA (veces)	n/c	4,0	0,1	12,9
Indices de rentabilidad				
Utilidad Neta/Ingresos	4,3%	3,1%	10,1%	4,0%
Utilidad Neta/Activos totales	n/c	7,6%	33,4%	0,0%
Utilidad Neta/Patrimonio Neto	n/c	23,9%	58,8%	0,0%

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

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 Periodo 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 descriptos 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 Periodo 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.

• Opinión del Asesor Legal del Emisor

Respecto de la opinión recibida de los asesores legales de la transacción, se determina:

a. Que tanto el Fiduciante como el Fiduciario, cuentan con plena capacidad legal para celebrar el contrato de Fideicomiso de Garantía MaxiMall IV;

b. Que dicho contrato, cumple con lo dispuesto en el Código Civil y Comercial de la Nación (CCyCN), en lo referido a la regulación específica del contrato de fideicomiso ordinario, y en especial, en lo concerniente a lo dispuesto por el CCyCN, con relación a la constitución de fideicomisos de garantía;

c. El prospecto que acompaña a la Emisión de la Serie IV, y las obligaciones negociables a emitir garantizadas, cumplen con las disposiciones aplicables desde la leyes 26.831 y 23.576, como así también con lo dispuesto para esta clase de emisiones, en las NORMAS (t.o) de la CNV y las reglamentaciones del Mercado de Valores de Buenos Aires en lo relativo a la negociación y listado de la especie;

d. Que los bienes fideicomitidos consisten en la transferencia en propiedad fiduciaria de: a) los créditos a cobrar originados en los cánones de alquiler bajo los Convenios de Sublocación de Espacio vigentes y sus prórrogas, que comprenden a las sociedades Unisol S.A., Alpaline S.A.,Adidas S.A., Mable Salinas S.A., y Capadi S.A., los cuales se hayan vigentes; b) los derechos de cobro derivados del convenio que cada sublocatario tiene suscripto con Cumar S.A. (“Cumar”), en relación con la tarjeta de compra Maxi Ultra y c) los créditos actuales y futuros, con carácter de cesión“pro solvendo", que el Fiduciante, como titular de la Cuenta Recaudadora, tiene contra el Banco Recaudador.

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

Florida 910 piso 1º A (C1059ABP) CABA, República Argentina/54 11 4894-1232/acrup@untref.edu.ar/www.acrup.untref.edu.ar

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.

Nota: Debido a que los títulos bajo calificación no se han colocado en el mercado a la fecha del presente informe, el análisis realizado se basa en información provisoria y no se cuenta con la documentación definitiva. Cualquier modificación de la documentación recibida y/o de la estructura financiera propuesta podría resultar en una modificación de la calificación asignada

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 2013, 2014, 2015 y 2016.
- 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.
- Opinión legal de la Dra Carina Fedra Egea, Asesora Legal de la emisión.
- Información sobre el comportamiento del mercado comercial, disponibles en el INDEC y en la CAME

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: 7 de septiembre de 2017