

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

Ebucar S.A.

**Calificación**ON Pymes Serie V por hasta  
VN \$ 8.000.000 "A+ (ong)"**Tipo de informe**

Preliminar

**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**

30 de agosto 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 a Emitir	Monto por Hasta	Vencimiento	Calificación	Perspectiva
ON Pymes Serie V	VN \$ 8.000.000	24 meses desde la emisión	"A+(ong)"	Estable

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.

**Fundamentos de la calificación**

La fundamentación de la calificación, se sustenta en las características del Contrato de Fideicomiso de Garantía "MAXI MALL V"(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.

Para la evaluación se sensibilizó la tasa máxima que soporta el repago de los títulos. Atento a la situación del mercado financiero actual, UNTREF ACRUP monitoreará el impacto que las resultantes de la misma pudieran tener sobre la estructura financiera analizada.

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 de garantía 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 adecuada estructura jurídica y económica.

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

### **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 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.
- 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 50 % t.n.a. durante los primeros doce meses y 45% t.n.a hasta el vencimiento. Y las obligaciones negociables serie IV, en circulación, devengarán una tasa máxima de 45 % t.n.a por el periodo que le resta de vigencia. Atento a la situación del mercado financiero actual, UNTREF ACRUP monitoreará el impacto que las resultantes de la misma pudieran tener sobre la estructura financiera analizada.

UNTREF ACR UP considera que los niveles de cobertura que presenta la estructura son adecuados para 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 N° 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.

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

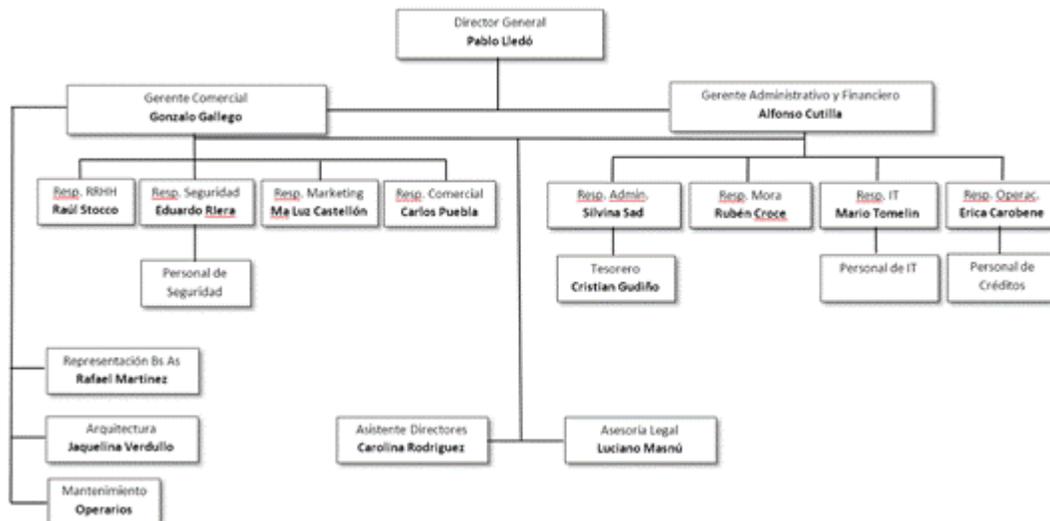
Los integrantes del directorio, componen un conjunto de profesionales con adecuados conocimientos y experiencia, en el manejo y administración de los negocios propios de EBUCAR S.A.

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 mediados del año 2018, indican una planta de 45 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.

## 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 m<sup>2</sup> 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	18	Converse	9	Mohs	8
Topper	17	Reebok	9	De la Cruz	8
Puma	17	Nike	9	Quiksilver	4
Fila	16	Umbro	8	Salomon	8
Merrell	15	Try On	8	Citadium	3

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.

A partir de 2012, y como resultado de una ampliación de sus actividades, la Empresa desarrolló un espacio de 3.000 m<sup>2</sup> ubicado de manera contigua al MMD. Esta unidad de negocios se denomina 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

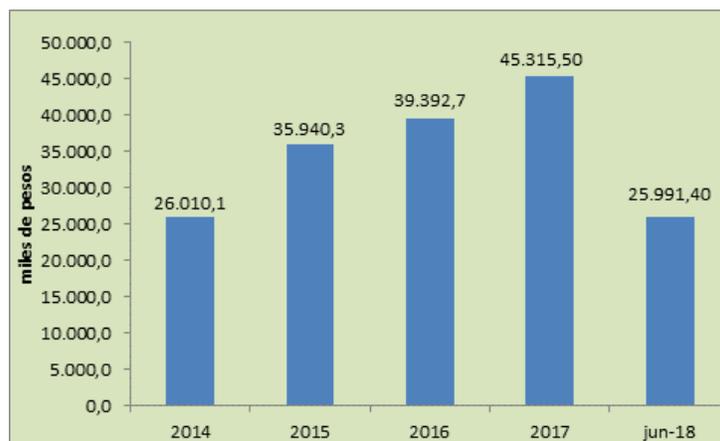
**Marcas y años de permanencia**

Marca	Años	Marca	Años	Marca	Años	Marca	Años
Adidas Original	7	Bando	7	Rassh	5	Olin	2
Lady Stork	7	Heyas	6	Código X	5	Tienda Antonia	2
John Foos	7	Probervio	6	Fila	4	Boating	2
Ozio	7	Mistika	6	Cultura	4	Rusty	2
Extrème	7	Siaquest	5	Citadium	3		

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 de la empresa por sublocaciones, el comportamiento durante 2018 ha replicado lo ocurrido con el mercado en general. Los ingresos de los Centros de Compra, de acuerdo con información oficial, vienen presentando una recuperación de las ventas a precios constantes, a partir de septiembre de 2017, lo cual también se refleja en las ventas de EBUCAR S.A., con impacto positivo con relación a las sublocaciones. El siguiente Gráfico 1, expone la evolución de los ingresos por alquileres en términos corrientes para la empresa

Gráfico 1 **Evolución anual de los ingresos por alquileres**  
**En miles de pesos**



Fuente: EECC de la empresa

El comportamiento global de las actividades comerciales durante 2017 y lo transcurrido a junio de 2018, se asociaron con lo acontecido en la actividad comercial en los Centros de Compra. Medido desde las estadísticas oficiales proporcionadas por el INDEC, se observa que las variaciones en las ventas en los mismos, en términos reales, han ido presentando una recuperación a partir de agosto de 2017, la cual se presenta en el Gráfico 2. Los mercados de los MALL acompañaron estas tendencias. Las observaciones oficiales, comprenden a 19 establecimientos de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y a 18 establecimientos ubicados en 24 Distritos del Gran Buenos Aires. La información de julio y agosto, podrían indicar algún cambio de tendencia en este comportamiento.

Gráfico 2

**Variación interanual de las ventas en Centros Comerciales**

A precios constantes



Fuente : INDEC

UNTREF ACR UP destaca que las características de estas unidades comerciales (los MALL), como así también sus criterios de administración y organización, las convierten en sostenibles 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 los competidores en su mercado de actuación.

**Estrategia de la compañía**

La empresa informa que considerando las expectativas de sus clientes, ha desarrollado distintas intervenciones en diferentes locales, con el objetivo de renovar sus imágenes y la exhibición de los productos. Tomando en consideración los fuertes aumentos tarifarios, y atendiendo simultáneamente a políticas de cuidado medioambiental y racionalización en el consumo de energía eléctrica, procederá a la renovación de luminarias a LED, con los objetivos de reducir los consumos de energía y de disminuir las cargas de temperatura en el Mall.

Se prevé la incorporación de nuevas marcas, habiéndose renovado los contratos con Nike y Fila, en tanto se hallan en curso de renovación, los correspondientes a Topper y Adidas, y otras marcas destacadas.

Las actividades financieras relacionadas con la administración y otorgamiento de préstamos personales, serán el centro de las actividades vinculadas al crecimiento de los negocios de la empresa. La variedad de canales de venta, permite un sostenido apalancamiento de esas actividades. Las pautas publicitarias a través de medios de difusión tradicionales, como así también en vía pública y medios digitales, serán también soportes de estas acciones. Esta unidad de negocios contara con una creciente derivación de recursos, dirigidos al fortalecimiento de la misma.

La estrategia comercial de la empresa, continuara enfocada en la renovación de marcas y en las acciones que mejoren el ingreso por metro cuadrado de los espacios comerciales de los Malls, sin que esto conlleve el incremento en la superficie del área bruta locativa del shopping.

UNTREF ACRUP entiende que las cambiantes circunstancias del mercado financiero, por las que atraviesa actualmente la economía argentina, pueden introducir perturbaciones que intensifiquen la volatilidad en los resultados de las actividades sobre las cuales la sociedad, focalizara sus principales objetivos de negocios. Este aspecto será particularmente considerado por la Agencia.

## 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, generados por los saldos de los préstamos personales. Esta evolución es el resultado de la mayor actividad crediticia realizada por la empresa. En el primer semestre de 2018, los intereses cobrados representaron el 30,7% de los ingresos totales recibidos. Hacia finales de 2017 representaban el 26,8%. El siguiente Cuadro 3 expone la información comentada.

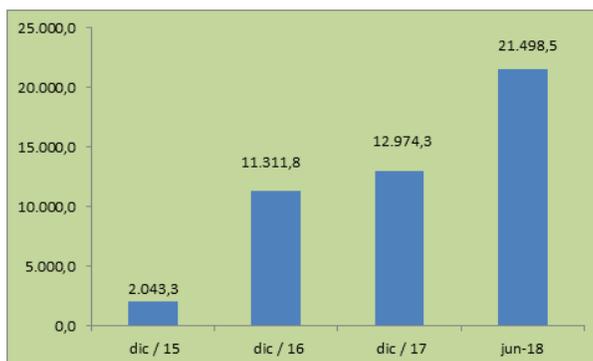
Cuadro 3 **Alquileres e intereses**  
en miles de pesos

Conceptos	31/12/2015	% *	31/12/2016	% *	31/12/2017	% *	30/06/2018	% *
<b>Alquileres</b>	35.940,3	90,0%	39.392,7	80,6%	45.315,5	72,8%	25.991,40	69,3%
<b>Intereses</b>	3.789,1	9,5%	9.289,0	19,0%	16.682,40	26,8%	11.500,30	30,7%

\* con relación a los ingresos totales

Tal como se señaló con relación a los préstamos personales, 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, tal como se señala en su Plan de Negocios, en el incremento de las originaciones de préstamos personales. El siguiente Gráfico 3 expone la evolución de esa variable. Aparece como destacable, la expansión producida entre finales de 2015 y junio de 2018.

Gráfico 3 **SalDOS de préstamos personales**  
en miles de pesos a junio de 2018



Fuente: EECC

UNTREF ACRUP observa, a partir de los estados contables, un debilitamiento en la generación de liquidez de la empresa, como así también en la evolución patrimonial y en los rendimientos del negocio. Se observarán hacia adelante estas características y su evolución, a efectos de determinar su eventual impacto en la evolución de la Empresa.

Al presente, UNTREF ACR UP entiende que la Empresa cuenta con la organización administrativa y la estructura comercial necesarias, para mantener y eventualmente ampliar su actividad, tanto lo referido a la administración de alquileres, como en lo relacionado con el incremento 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. Hacia finales de junio de 2018, el Patrimonio Neto de la Sociedad alcanzó a los \$ 6.012,7 miles, monto superior al registrado hacia finales de diciembre de 2017.

Con relación a los niveles de endeudamiento, la deuda financiera, según los estados contables al 30/06/2018, alcanza a los \$ 12.320,2 miles, estando constituido básicamente, por los pagos de los saldos de principal de la ON IV, cheques de pago diferido y cánones de leasing. La deuda financiera de corto plazo informada, alcanza a los \$ 9.931,4 miles, de la cual \$ 2.040,0 miles lo constituyen servicios de principal de la ON serie IV. El saldo total de los servicios de principal de la ON IV, luego del anuncio del pago previsto para el 1° de septiembre, alcanza los \$2.940 miles El siguiente Cuadro 4, presenta la totalidad de los servicios de principal a pagar, correspondientes a esa obligación.

Cuadro 4 **Pagos de principal pendientes de la ON Serie IV**

Serie	Cuotas	Fecha	Servicios de principal (en \$)
IV	4	01/01/2019	1.020.000
IV	5	01/05/2019	1.020.000
IV	6	01/09/2019	900.000

En el Anexo I en el Cuadro 3 de Índices y Ratios, se expone información financiera complementaria con respecto al presente punto, En general se observan índices, al presente, razonablemente consistentes con la naturaleza de la actividad de la Sociedad.

## 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	30/06/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
<b>Activo Corriente</b>				
Caja y Bancos	923.640,3	2.508.788,1	828.144,0	2.072.222,6
Inversiones	2.573.900,7	2.789.152,5	2.264.781,6	2.001.000,1
Cuentas por Cobrar	106.203,8	113.051,1	576.672,7	1.295.631,7
Creditos personales	21.498.495,5	12.974.378,9	11.311.188,9	2.043.000,0
Otros Creditos	1.178.441,1	1.874.772,6	754.831,6	2.953.223,7
<b>Total</b>	<b>26.280.681,4</b>	<b>20.260.143,2</b>	<b>15.735.618,9</b>	<b>10.365.078,0</b>
<b>Activo no Corriente</b>				
Bienes de Uso	891.107,8	859.258,6	601.362,6	504.529,7
<b>Total</b>	<b>891.107,8</b>	<b>859.258,6</b>	<b>601.362,6</b>	<b>504.529,7</b>
<b>Total Activo</b>	<b>27.171.789,2</b>	<b>21.119.401,8</b>	<b>16.336.981,5</b>	<b>10.869.607,7</b>
<b>PASIVO</b>				
<b>Pasivo Corriente</b>				
Deudas Comerciales	2.675.548,5	1.856.538,9	1.546.521,1	1.692.069,9
Deudas Sociales	2.477.511,4	2.359.798,6	1.487.807,5	
Deudas Financieras	9.931.356,5	4.216.961,0	4.270.950,4	137.849,2
Deudas Fiscales	3.685.885,0	4.038.992,4	3.762.696,7	2.390.526,2
<b>Total</b>	<b>18.770.301,4</b>	<b>12.472.291,0</b>	<b>11.067.975,7</b>	<b>4.220.445,3</b>
<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
<b>Total</b>	<b>2.388.803,4</b>	<b>3.030.852,2</b>	<b>106.412,2</b>	<b>474.220,5</b>
<b>Total Pasivo</b>	<b>21.159.104,9</b>	<b>15.503.143,2</b>	<b>11.174.387,9</b>	<b>4.694.665,8</b>
<b>Patrimonio Neto</b>	<b>6.012.684,4</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>27.171.789,2</b>	<b>21.119.401,8</b>	<b>16.336.981,5</b>	<b>10.869.607,7</b>

Fuente: EECC

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

Estado de Resultados	30/06/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Alquileres	25.991.397,9	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	153.053,7	205.893,5	207.873,8	182.934,0
Intereses Ganados	11.500.253,5	16.682.448,2	9.289.020,2	3.789.082,6
<b>Total de Ingresos</b>	<b>37.644.705,0</b>	<b>62.222.157,2</b>	<b>48.896.487,8</b>	<b>39.947.579,6</b>
Gastos de Administración	2.003.560,7	13.325.040,5	10.958.396,7	1.730.570,2
Gastos de Comercialización	32.152.493,5	45.210.640,5	36.508.933,1	33.270.193,2
Gastos Financieros	3.732.014,1	4.112.008,4	1.456.261,9	1.352.620,7
<b>Total de Egresos</b>	<b>37.888.068,3</b>	<b>62.647.689,4</b>	<b>48.923.591,7</b>	<b>36.353.384,1</b>
Otros ingresos y egresos	639.789,0	1.612.799,9	1.801.834,1	607.431,6
Resultados por tenencias			-6.481,3	
<b>Resultado antes de Impuestos</b>	<b>396.425,8</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>396.425,8</b>	<b>768.725,0</b>	<b>1.235.826,7</b>	<b>3.633.154,6</b>

Fuente: EECC

## 3. Índices y ratios

Indices	30/06/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
<b>Indices de liquidez</b>				
Activo Corriente/Pasivo Corriente	1,40	1,62	1,42	2,46
Liquidez/Deuda de corto plazo (1)	2,52	4,33	3,37	44,37
<b>Indices de endeudamiento</b>				
Pasivo total / Patrimonio Neto	3,52	2,76	2,16	0,76
Pasivo Total / Activo Total	0,78	0,73	0,68	0,43
Deuda financiera / Patrimonio Neto	2,05	1,29	0,83	0,07
Deuda CP / Deuda LP	0,81	0,58	1,00	0,31
<b>Indices de cobertura (2)</b>				
EBITDA / Intereses	2,56	1,48	2,76	9,44
EBIT / Intereses	2,47	1,41	2,50	9,17
Deuda / EBITDA	n/c	1,88	2,70	0,09
Deuda / EBIT	n/c	1,97	2,99	0,09
<b>Indices de rentabilidad</b>				
Utilidad Neta / Ingresos (%)	1,05	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

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

### **●Características de las ON Serie V prospecto provisorio**

Obligaciones Negociables Pymes Serie V por hasta 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 a licitarse durante el Periodo de Colocación. 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 preliminar**

Con el objetivo de garantizar el pago de las ON Serie V, 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”.

Los deudores cedidos corresponden a las Razones Sociales de: Mabel Salinas S.A (dos contratos), Grimoldi S.A, Dass Argentina S.R.L. y Antonio Luquin S.A.C.F.I.

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 alguno de los eventos descriptos más abajo, 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 eventos que determinaran la acreditación directa en la CF son:

- a) Evento de Incumplimiento por parte del Fiduciante, de acuerdo con lo descripto en el Suplemento de Prospecto Preliminar.
- 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 V
- 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 entre otros aspectos que:

- a. Que el Fiduciante cumple con los requisitos legales locales vigentes para su actuación y cuenta con la capacidad necesaria, para entre otros actos, emitir las ON Serie V como así también para celebrar el Contrato de Fideicomiso de Garantía y obligarse conforme sus términos y condiciones.;
- b. Que el Fiduciante cuenta con las facultades legales para emitir las ON Serie V, celebrar el Contrato de Fideicomiso y cumplir con las obligaciones asumidas por la empresa a través de esos documentos y en el Prospecto de Emisión.;
- c. Las obligaciones de la Emisora establecidas tanto en el Prospecto, en el Suplemento del Prospecto y en el Contrato de Fideicomiso, como así también la emisión de las ON Serie V, constituyen

obligaciones válidas y vinculantes de la Emisora, y exigibles a la misma en un todo de acuerdo con los respectivos términos y condiciones establecidos en esos documentos;

- d. La emisión de la Serie V, y los documentos respaldatorios, cumplen con las disposiciones de la ley 23.576, como así también con lo dispuesto para esta clase de emisiones, por las NORMAS (t.o) de la CNV;
- e. El Contrato de Fideicomiso cumple con las normativas legales aplicables;
- f. El Banco de Valores S.A. dispone de la plena capacidad legal para celebrar el Contrato de Fideicomiso;
- g. Se manifiesta complementariamente que hasta lo que obra en conocimiento del autor del dictamen:
  - 1) La Emisora cuenta con la capacidad legal para otorgar los Créditos que constituyen el objeto del Contrato de Fideicomiso y
  - 2) Que de cumplirse con los requisitos normados por la Emisora, los Créditos Fideicomitados constituyen obligaciones legales, válidas y vinculantes de los respectivos deudores y exigibles de conformidad con sus términos.

Durante la vigencia de importes adeudados de cualquier servicio, con relación a las Obligaciones Negociables Serie V, 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 principal 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 no inferior a los \$ 2.000.000 y
- d. Que la actividad comercial, no se encuentre concentrada en más del 50% en un solo cliente.

## Definición de la calificación

Obligaciones Negociables Pymes Serie V con garantía fiduciaria por VN \$ 8.000.000 : “(A+ong)”  
Perspectiva: Estable

En 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 2015, 2016 , 2017 y el II trimestre de 2018
- Información cuantitativa y cualitativa de Ebucar S.A. relevante para la calificación, proporcionada por la empresa.
- Versión preliminar del Suplemento del Prospecto de emisión del Programa de Obligaciones Negociables PYMES Serie V, con garantía fiduciaria por hasta VN \$ 8.000.000, del Contrato de Fideicomiso de Garantía y de los modelos de Convenios de Sublocación.
- Opinión legal del Dr, Juan Martin Ferreiro del Estudio Nicholson y Cano, Asesor Legal de la emisión.
- Información sobre el comportamiento del mercado comercial, disponible en el INDEC.

**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: 30 de agosto de 2018