

Cuotas Cencosud XX

Fideicomiso Financiero

Estructura de capital

Clase	Calificación	Perspectiva	Monto VN\$	MC ^a		Vencimiento final legal ^b
				Inicial	Cupón (%)	
VDF Clase A	AAAsf(arg)	Estable	1.119.534.322	32,52%	43%	Sep/2023
VDF Clase B	A+sf(arg)	Estable	81.293.986	27,62%	33%	Sep/2023
VDF Clase C	CCCs(f)arg)	NA	166.569.719	17,58%	33%	Sep/2023

VDF: Valores de Deuda Fiduciaria - \$:Pesos - MC: Mejoras crediticias - ^a) Incluye sobrecolateralización - NA: No aplica
 Las calificaciones se basan en información provista por el fiduciante a febrero de 2022. Las calificaciones no son una recomendación o sugerencia, directa o indirecta, para comprar, vender o adquirir algún título valor. El presente informe de calificación debe leerse conjuntamente con el prospecto de emisión.
 Fecha de emisión: 31.03.2022

Factores relevantes de la calificación

Elevado estrés que soportan los instrumentos: los VDFA y VDFB resisten una pérdida del flujo teórico de hasta el 15,74% y el 11,28%, y baja en la Tasa de Pago Mensual (TPM) del 40% y 25% respectivamente, sin afectar su capacidad de repago a su fecha de vencimiento legal. Las calificaciones son consistentes con los escenarios de estrés que soportan los títulos versus las pérdidas y tasas de pago estimadas en el escenario base.

Importantes mejoras crediticias: buen nivel de sobrecolateralización real inicial del 32,52% para los VDFA, del 27,62% para los VDFB y del 17,58% para los VDFC, una estructura de pagos totalmente secuencial, fondo de reserva para los VDFA y VDFB y adecuados criterios de elegibilidad de los créditos cedidos.

Capacidad de administración de la cartera: Cencosud S.A. demuestra una muy buena capacidad de originar y efectuar la cobranza de la cartera de acuerdo con los estándares de la industria y lo estipulado bajo el contrato. FIX entiende que la entidad cuenta con una muy buena calidad crediticia y operativa.

Experiencia y buen desempeño del fiduciario: TMF Trust Company (Argentina) S.A. posee una amplia experiencia y un muy buen desempeño como fiduciario de securitizaciones. Está calificada en '1FD(arg)/Estable' como fiduciario por FIX.

Sensibilidad de la calificación

Las calificaciones pueden ser afectadas negativamente en caso que la pérdida sea superior a la estimada o que cambios en las normativas vigentes pudieran afectar el nivel de cobrabilidad de los créditos o alargar los plazos por encima de lo estimado en los escenarios de estrés y/o por el deterioro de las operaciones del administrador. Esto será evaluado conjuntamente con la evolución de las mejoras crediticias.

Informe Nueva Emisión

Índice	pág.
Factores relevantes de calificación	1
Sensibilidad de la calificación	1
Resumen de la transacción	2
Riesgo Crediticio	3
Modelo, aplicación de metodología e información	3
Análisis de Sensibilidad	3
Análisis de los activos	3
Desempeño de los activos	3
Riesgo de contraparte	4
Riesgo de Estructura	6
Riesgo de Mercado	6
Riesgo Legal	7
Limitaciones	7
Descripción de la Estructura	7
Estructura financiera	8
Mejoras crediticias	8
Aplicación de fondos	9
Antecedentes	9
Anexo I: Origenación y administración	11
Anexo II: Descripción de la Transacción	13
Anexo III: Dictamen de calificación	14

Criterios Relacionados

[Metodología de Calificación de Finanzas Estructuradas, registrado ante la CNV, Junio 2014](#)

Informes Relacionados

[Impacto del Coronavirus en Finanzas Estructuradas; Mar. 30, 2020](#)

[TMF Trust Company \(Argentina\) S.A. \(Informe de Actualización\); Dic. 17, 2021](#)

Analistas

Analista Principal
 Lucas Medina
 Analista
lucas.medina@fixscr.com
 +54 11 5235 8126

Analista Secundario
 Cintia Defranceschi
 Directora
cintia.defranceschi@fixscr.com
 +54 11 5235 8143

Responsable del Sector
 Mauro Chiarini
 Senior Director
mauro.chiarini@fixscr.com
 +54 11 5235 8140

Fideicomiso Financiero Cuotas Cencosud XX – Resumen

Fiduciario:	TMF Trust Company (Argentina) S.A. ['1FD(arg)/Estable']
Fiduciante:	Cencosud S.A.
Organizador:	Banco de Galicia y de Buenos Aires S.A.U. ['AAAf(arg)/Estable/A1+(arg)']
Administrador y agente de cobro:	Cencosud S.A.
Administrador sustituto:	De corresponder, será designado por el Fiduciario de acuerdo a las instrucciones de una Asamblea de Beneficiarios
Agente de custodia:	Iron Mountain S.A.
Agentes recaudadores:	Servicio Electrónico de Pago S.A., Prisma Medios de Pago S.A., Red Link S.A. y GIRE S.A.
Títulos a emitir:	Valores de Deuda Fiduciaria Clases A, B y C
Moneda de emisión:	Pesos (\$)
Monto de emisión:	\$ 1.367.398.027
Moneda de integración y pago:	Pesos (\$)
Activo subyacente:	Créditos originados por Cencosud derivados de la utilización de la tarjeta de crédito emitida por la compañía
Tipo de cartera:	Estática
Agente de control y revisión:	Daniel H. Zubillaga;
Agente de control y revisión suplente:	Víctor Lamberti y Guillermo A. Barbero
Co-colocadores:	Banco de Galicia y de Buenos Aires S.A.U. SBS Trading S.A. Y Banco Patagonia S.A.
Asesor legal:	Estudio Pérez Alati, Grondona, Benites & Arntsen
Asesor financiero:	First Corporate Finance Advisors S.A.
Asesor impositivo:	Deloitte & CO S.A.
Auditor externo:	Price Waterhouse & Co. S.R.L.
Ámbito de negociación:	Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA), Mercado Abierto Electrónico S.A. (MAE) y otros mercados autorizados.
Ley aplicable:	República Argentina
Fuente:	Documentos de emisión

Resumen de la transacción

Cencosud S.A. (el fiduciante) transfirió a TMF Trust Company (Argentina) S.A. (el fiduciario o TMF) una cartera de créditos originados por el fiduciante por un valor fideicomitado de \$ 1.372.082.186 derivados de la utilización de la tarjeta de crédito emitida por dicha compañía y correspondiente a determinadas cuentas elegibles. La adquisición de la cartera se realizó a una tasa de descuento del 68,60% efectiva anual sobre el flujo teórico de los mismos. En contraprestación, el fiduciario emitió VDF con distintos términos y condiciones. La cascada de pagos de los títulos es totalmente secuencial. La estructura cuenta con los siguientes fondos: i) de reserva y ii) de gastos.

Evaluación

Riesgo crediticio

Modelo, aplicación de metodología e información: el análisis de la emisión se realizó bajo la Metodología de Calificación de Finanzas Estructuradas registrada ante Comisión Nacional de Valores (disponible en www.fixscr.com).

Al flujo teórico de fondos nominal (sin descontar) de los créditos cedidos se le aplicó la curva de incobrabilidad y TPM en el escenario base. Se consideró el flujo de intereses compensatorios derivados de la financiación de los saldos y los gastos e impuestos que debe afrontar el fideicomiso durante su vida. El flujo de caja mensual resultante fue distribuido entre los valores fiduciarios de acuerdo a sus términos y condiciones. Se modelizaron distintos escenarios de tasa de interés de los VDF. Para las calificaciones de los VDF, no se consideraron posibles recuperos sobre los créditos morosos de la cartera.

Para determinar la pérdida y TPM base se analizó el desempeño de la cartera de tarjetas de crédito de Cencosud para el período enero 2016 a febrero 2022, así como cambios en las políticas de originación y cobranzas de la entidad. La información fue provista por el fiduciante y sus asesores. Esta información ha sido procesada y posteriormente analizada por la calificadora. Asimismo, se consideró el desempeño de las anteriores series de los fideicomisos emitidos.

Análisis de sensibilidad: se sensibilizó el flujo de fondos teórico nominal de los créditos cedidos con el fin de evaluar el estrés que soportan los valores fiduciarios versus las pérdidas estimadas en el escenario base. Las principales variables son: incobrabilidad, TPM, intereses compensatorios, gastos e impuestos del fideicomiso y tasa de interés de los VDF. El estrés sobre el flujo de fondos de la cartera se realizó asumiendo que los VDF pagarán durante toda su vigencia sus respectivos niveles de tasa de interés fija.

Las cuotas cedidas de los cupones de la tarjeta de crédito a partir de los vencimientos del 01.03.2022 se incluyen en un 100% dentro del pago mínimo de la tarjeta. No obstante, FIX estresó la TPM a efectos de captar eventuales modificaciones que pudiese hacer la compañía sobre su política de pago mínimo, considerando un posible alargamiento de los plazos de cobro de los créditos. A su vez, se consideraron los intereses compensatorios derivados de la financiación de los saldos impagos del mínimo y sobre los cuales se realizó también un estrés de acuerdo al histórico de tasas y las expectativas a futuro. Se ponderó el impacto que tiene esta tasa en el modelo ante modificaciones en la TPM.

Los VDFA, VDFB y VDFC resisten una pérdida del flujo teórico de hasta el 15,74%, el 11,28% y el 1,01% y una baja en la TPM de hasta el 40%, el 25% y 0% respectivamente, sin afectar su capacidad de repago a su fecha de vencimiento legal. Las calificaciones de los títulos son consistentes con los escenarios de estrés que soportan los títulos versus las pérdidas estimadas en el escenario base.

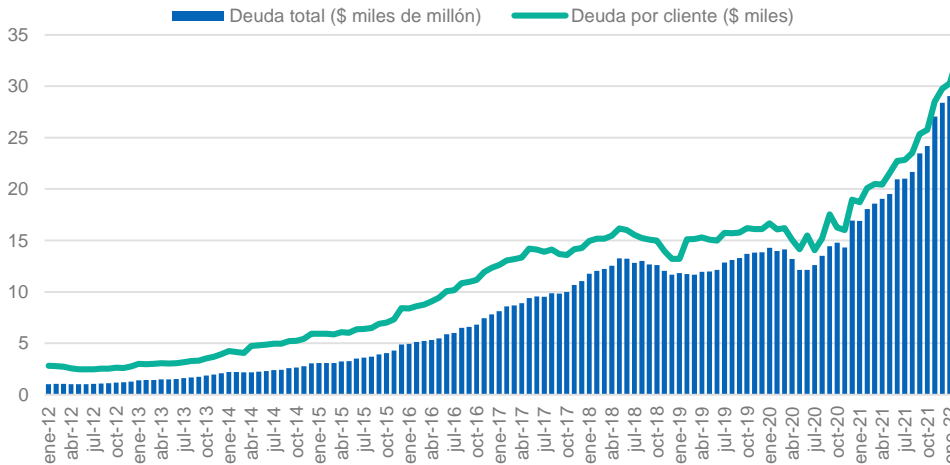
Análisis de los activos: el principal riesgo crediticio de los VDF reside en la calidad de los créditos fideicomitados (niveles de morosidad y TPM). Para determinar la calidad de la cartera securitizada se consideró el desempeño de la cartera de tarjeta de crédito Cencosud. Los activos subyacentes se conforman de créditos derivados de la utilización de la tarjeta Cencosud por parte de los tarjetahabientes de las cuentas elegibles. Son pagaderos en pesos y no se encontraban en mora a la fecha de determinación (30.11.2021).

Desempeño de los activos: la tarjeta de crédito Cencosud se lanzó en el año 2007 como un instrumento financiero para los clientes de Jumbo, Disco, Easy, Súper Veá y Blainstein S.A. Originalmente se fomentó para personas que eran clientes exitosos de los programas de fidelidad Discoplus y JumboMas y a partir del año 2008 se amplió la tarjeta al mercado abierto.

Como puede observarse en el gráfico #1, en 2020 la deuda total bajo un 22,2%. Durante el 2021, la deuda total se incrementó en un 67,6%, en términos interanuales, encontrándose por encima de los niveles de inflación correspondientes al mismo período (50,9%). Para el mismo período, la cantidad de cuentas activas se incrementaron un 8,67%.

Respecto a la evolución de la deuda por cliente, en el 2020 el crecimiento fue de 17,7% con una inflación del 36,1% en el período, registrando cierto repunte hacia los últimos meses del año.

Gráfico #1
Tarjeta Cencosud - Evolución de la cartera y deuda por cliente



Fuente: FIX en base a información de Cencosud S.A.

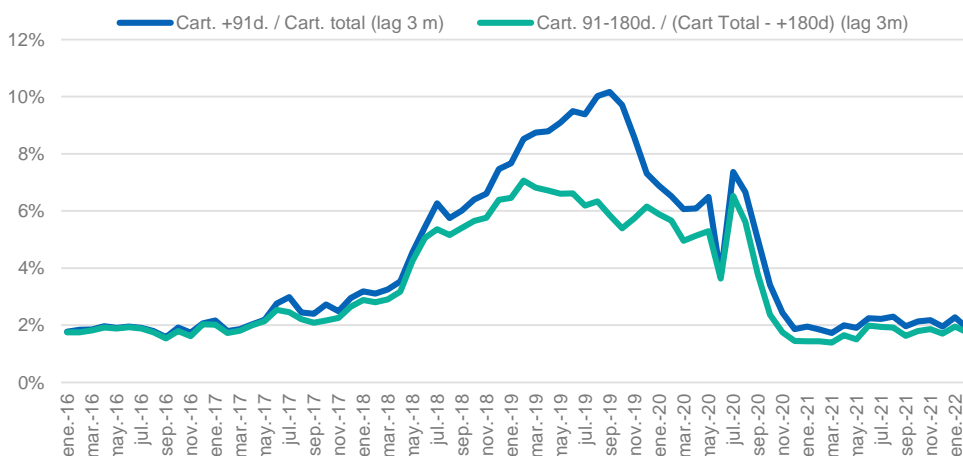
Este efecto se dio por la reducción en el número de resúmenes de cuentas emitidos, una menor captación de nuevos clientes y recorte de algunos productos. Para el 2021, la deuda por cliente creció un 56,9% frente a la inflación del 50,9% para el mismo periodo.

En el gráfico#2 se muestra la evolución de la morosidad mayor a 91 días de atrasos de la cartera de Cencosud con un desfase (lag) de 3 meses a fines de neutralizar el efecto del crecimiento de la cartera. Para calcular un ratio sin los efectos de la cartera irrecuperable residual, se eliminó la cartera con más de 180 días de atraso, debido a que la compañía a partir de ese momento castiga al 100% la cartera y la saca de balance.

Durante el 2021, el promedio del índice de nuevas cuentas/cuentas activas arroja un 2,39%, siendo considerablemente superior al 0,92% del periodo 2020. Cabe destacarse que los indicadores de mora se encuentran fuertemente condicionados por la antigüedad de las cuentas. A lo largo del año 2020 se observó una aguda reducción en los niveles de morosidad, alcanzando mínimos inferiores al 2%, justificado por un contexto socioeconómico futuro incierto, la política conservadora de priorización de clientes con buen historial crediticio en la compañía y bajos niveles de altas de nuevas cuentas.

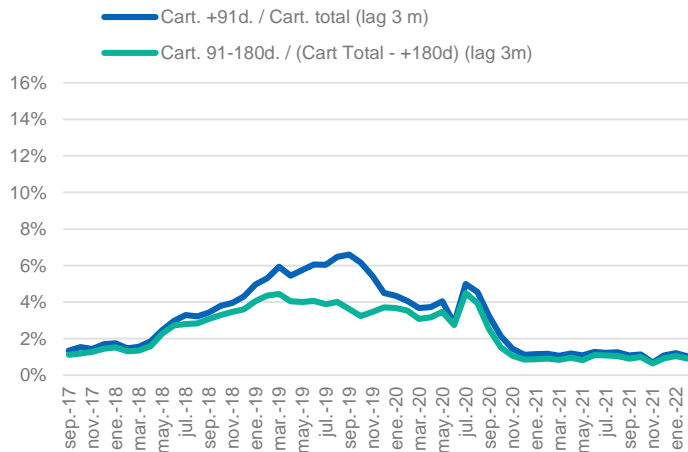
Si se estratifica la cartera considerando la antigüedad de los clientes, se observa que aquellos cuya antigüedad superan los 42 meses exhiben mejor comportamiento en términos de morosidad que aquellos con una antigüedad menor a los 42 meses (ver gráfico#3 y gráfico#4).

Gráfico #2
Tarjeta Cencosud - Evolución de la morosidad



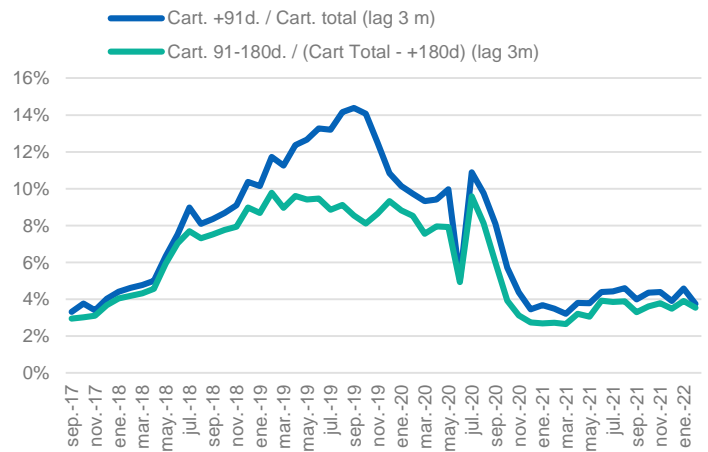
Fuente: FIX en base a información de Cencosud S.A.

Gráfico #3
**Tarjeta Cencosud - Evolución de la morosidad
antigüedad mayor 42 meses**



Fuente: FIX en base a información de Cencosud S.A

Gráfico #4
**Tarjeta Cencosud - Evolución de la morosidad
antigüedad menor 42 meses**



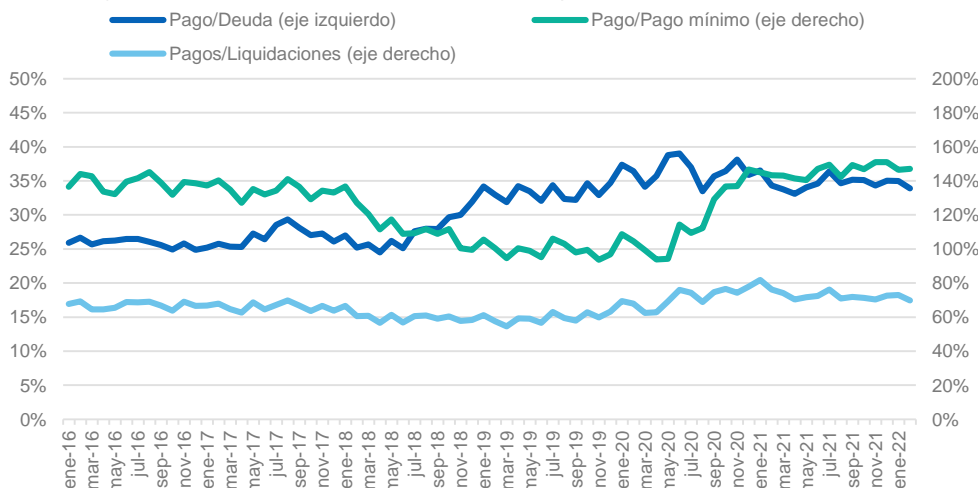
Fuente: FIX en base a información de Cencosud S.A

FIX estimó la mora de largo plazo en 2,75% para la cartera con mayor antigüedad y en 6% para el estrato menor a 42 meses. Acorde a la participación de esta estratificación en la cartera a securitizar, la pérdida de largo plazo estimada para la serie XX es de 3,78% sobre el capital original, que surge del promedio ponderado de las pérdidas estimadas por antigüedad (68,4% créditos de cuentas con antigüedad mayor a 42 meses y 31,6% créditos de cuentas con menor antigüedad).

La vida promedio de la cartera a vencer (cuotas remanentes) se sitúa en los últimos 12 meses en 3,28 meses frente a un nivel histórico de 3,49 meses.

Respecto del análisis realizado sobre los pagos mensuales con relación al pago mínimo teórico, la cartera mostraba hasta el 2019, en promedio, muy buenos ratios de pagos. En 2020 este ratio registró un incremento, en promedio de 115,5%, en línea con la baja en el nivel de morosidad de la cartera. Continuando con la tendencia de fines de 2020, los datos obtenidos para el año 2021 indican que la TPM respecto del pago mínimo teórico observó una importante mejora, alcanzando un promedio de 145,9%. Este indicador es de suma importancia ya que las cuotas de los créditos securitizados, se encuentran incluidas en un 100% dentro del pago mínimo, como así también los saldos impagos de meses anteriores. El pago mínimo es el monto exigible que se debe abonar para no ingresar en mora y poder seguir

Gráfico #5
Tarjeta Cencosud - Evolución de la cartera y deuda por cliente



Fuente: FIX en base a información de Cencosud S.A

operando con la tarjeta.

El pago mínimo oscila entre el 3% y el 30% (por segmento de riesgo del cliente) de los saldos financiados del período en curso más los cargos del mes. Son financiados todas las compras al contado y/o hasta 5 cuotas y los débitos y cargos del mes. Esta composición puede variar en el futuro en función de la estrategia y el negocio de la compañía y/o morosidad de la cartera.

Los bienes fideicomitidos incluyen los intereses compensatorios por los saldos financiados de los vencimientos de los deudores. FIX asumió en su modelo la tasa estimada de acuerdo a la normativa vigente y que surge mensualmente de las Comunicaciones "B" del BCRA (promedio ponderado de las tasas de los préstamos personales) más el 25% que pueden adicionar por la Ley de Tarjetas de Crédito.

Riesgo de Contraparte: Cencosud se desempeña como administrador. La cobranza de la cartera la realiza la compañía conjuntamente con terceros recaudadores (GIRE S.A.- Rapipago-, Servicio Electrónico de Pago S.A. -Pago Fácil-, Red Link S.A. y Prisma Medios de Pago S.A. y demás entidades que contrató para las cobranzas de los créditos). Diariamente informa la cobranza percibida de los créditos fideicomitidos. La cobranza es transferida dentro de los tres días hábiles siguientes a la cuenta fiduciaria abierta en el Banco de Galicia y Buenos Aires S.A.U [‘AAA(arg)Estable/A1+(arg)’ por FIX] en caso de haber sido percibida por Cencosud y dentro de los cinco días hábiles de haber sido percibida por los recaudadores.

TMF Trust Company (Argentina) S.A. se desempeña como fiduciario. Posee una amplia experiencia y un muy buen desempeño como fiduciario de securitizaciones. La entidad se encuentra calificada en ‘1FD(arg)/Estable’ como fiduciario por FIX.

Riesgo de Estructura

El fiduciante, dada la experiencia y conocimiento de la cartera cedida, desempeña funciones de administrador y agente de cobro, demostrando una correcta capacidad de originar y efectuar la cobranza de la cartera, de acuerdo con los estándares de la industria y lo estipulado bajo el contrato. FIX entiende que la entidad cuenta con una muy buena calidad crediticia y operativa.

A la fecha de cesión de los créditos, el fiduciario recibió del fiduciante los documentos que acreditan la existencia de los bienes fideicomitidos. El fiduciario será responsable y mantendrá la custodia de los documentos y la información digital de los créditos, para lo cual contrató a Iron Mountain S.A. como agente de custodia a tal efecto. Entregará a Cencosud como administrador, o eventualmente al administrador sustituto que se designe, aquellos documentos necesarios para la gestión de los cobros morosos.

La estructura posee los siguientes fondos: i) de reserva equivalente 1x el próximo servicio de interés de los VDFA y VDFB, será aplicado por el fiduciario para el pago de los servicios de los VDFA y VDFB en caso de insuficiencia de cobranzas; y ii) de gastos, por \$ 350.000. Los fondos fueron integrados con la retención de la cobranza de los créditos.

Riesgo de Mercado

No existen riesgos de mercado que afecten específicamente a la estructura bajo calificación. Sin embargo, la extensión de los efectos económico-financieros resultantes de las medidas para contener la propagación del virus COVID19 continúan aun siendo inciertos. FIX no estima que se vuelva a una situación de cierre total como ocurrió entre finales de marzo y abril 2020, pero sí con restricciones parciales y/o regionales. Al respecto, la información anteriormente analizada muestra cómo se han comportado las carteras de crédito y las estructuras financieras dentro del marco de una situación dinámica y cambiante. FIX entiende que los niveles de estrés aplicados consideran el impacto que un deterioro en las condiciones macroeconómicas tendría sobre la capacidad de repago de los deudores.

Dado que Cencosud no es entidad financiera no se encuentra alcanzada por la Comunicación “A” 6964 del BCRA y no están obligados a aplicar la medida en forma masiva ni a diferir pagos.

Riesgo Legal

Cencosud y TMF Trust Company (Argentina) S.A. son entidades constituidas bajo las leyes de la República Argentina. Los VDF, objetos de las presentes calificaciones, son obligaciones del fideicomiso financiero constituido a tal efecto.

De acuerdo al artículo 1687 del Código Civil y Comercial de la Nación, los bienes fideicomitidos constituyen un patrimonio separado del patrimonio del fiduciario, del fiduciante, de los beneficiarios y del fideicomisario, por lo cual dichos activos se encuentran exentos de la acción singular o colectiva de sus acreedores, excepto compromiso expreso de estos y/o fraude. Todos los préstamos que componen la cartera titulizada se instrumentaron en pagarés, pero en la documentación respaldatoria de cada uno de ellos figura, bajo firma del deudor, la posibilidad de cederlo conforme al régimen especial establecido en el artículo 70 a 72 de la Ley 24.441.

De acuerdo al artículo 205 de la Ley de Financiamiento Productivo (Ley N°27.440) se establece que los fideicomisos financieros no tributarán el impuesto a las ganancias en la medida que los valores fiduciarios fueran colocados a través de oferta pública con autorización de CNV y las inversiones de los mismos sean realizadas dentro de la República Argentina. El asesor legal opinó sobre el presente fideicomiso que el mencionado beneficio fiscal se encuentra plenamente vigente. FIX consideró en su análisis de estrés la exención al pago de impuesto a las ganancias de acuerdo a la ley vigente N°27.440 y la opinión legal brindada.

Limitaciones

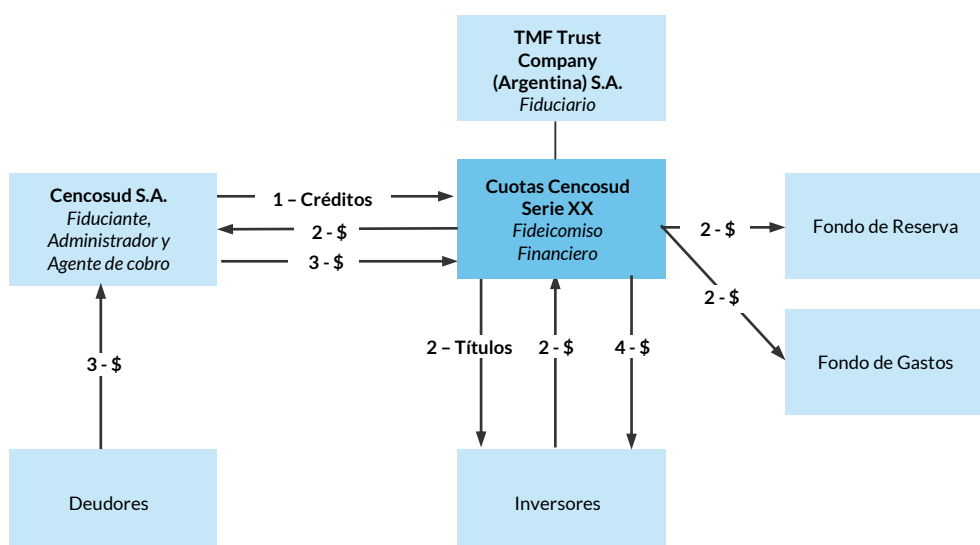
Para evitar dudas, en su análisis crediticio FIX se basa en opiniones legales y/o impositivas provistas por los asesores de la transacción. Como FIX siempre ha dejado claro, FIX no provee asesoramiento legal y/o impositivo ni confirma que las opiniones legales y/o impositivas o cualquier otro documento de la transacción o cualquier estructura de la transacción sean suficientes para cualquier propósito. La limitación de responsabilidad al final de este informe deja en claro que este informe no constituye una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de FIX y no debe ser usado ni interpretado como una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de FIX. Si los lectores de este informe necesitan consejo legal, impositivo y/o de estructuración, se les insta contactar asesores competentes en las jurisdicciones pertinentes.

Descripción de la Estructura

Cencosud S.A. (el fiduciante) transfirió a TMF Trust Company (Argentina) S.A. (el fiduciario o TMF) una cartera de créditos originados por el fiduciante por un valor fideicomitado de \$ 1.372.082.186 derivados de la utilización de la tarjeta de crédito emitida por dicha compañía y correspondiente a determinadas cuentas elegibles. La adquisición de la cartera se realizó a una tasa de descuento del 68,60% efectiva anual sobre el flujo teórico de los mismos.

En contraprestación, el fiduciario emitió VDF con distintos grados de prelación y derechos sobre el flujo de los créditos cedidos. Mensualmente, la cobranza de los créditos neta de los

Estructura Fideicomiso Financiero Cuotas Cencosud XX



Fuente: FIX en base a documentos de emisión

gastos e impuestos del fideicomiso y de la constitución o reposición de los fondos de reserva y gastos se destina al pago de los títulos de acuerdo a una estructura totalmente secuencial.

La estructura cuenta con un fondo de reserva y de gastos del fideicomiso.

Estructura financiera, mejoras crediticias y aplicación de fondos

Estructura financiera: en contraprestación a la cesión de los créditos, el fiduciario emitió títulos con las siguientes características:

Tabla #1

Estructura Financiera

Títulos	Prioridad	Tipo de pago*	Frecuencia de pago	Cupón	Amortización esperada según suplemento	Vencimiento legal final
VDFA	Senior	Estimado: Capital e interés	Mensual	Fijo: 43,0%	Nov/2022	Sep/2023
VDFB	Subordinado	Estimado: Capital e interés	Mensual	Fijo: 33,0%	Nov/2022	Sep/2023
VDFC	Subordinado	Estimado: Capital e interés	Mensual	Fijo: 33,0%	Feb/2023	Sep/2023

* Estimado: la falta de pago total o parcial de un servicio por insuficiencia de fondos fideicomitados no constituirá incumplimiento quedando pendiente para la próxima fecha de pago. El vencimiento legal de los VDF se producirá a los 180 días desde la última fecha de pago del flujo de fondos teórico de los créditos (septiembre de 2023).

Fuente: FIX en base a documentos de emisión

Mejoras crediticias: la sobrecolateralización inicial de los VDF soporta no sólo la pérdida de la cartera sino también el diferencial de tasas negativo que presenta la estructura (los activos securitizados no devengan intereses frente al devengamiento de los títulos).

Estructura totalmente secuencial implica un incremento de la sobrecolateralización a medida que se van efectuando los pagos. Mensualmente, la cobranza de los créditos neta de los gastos e impuestos del fideicomiso y de la constitución o reposición de los fondos de reserva y de gastos se destina al pago de los títulos bajo una estructura totalmente secuencial.

Los criterios de elegibilidad que se establecen de las cuentas seleccionadas y de los créditos transferidos al fideicomiso. Los créditos que fueron fideicomitados han sido seleccionados bajo los siguientes requisitos: i) corresponden a cuentas elegibles; ii) son pagaderos exclusivamente en pesos; (iii) el 100% de los mismos integran el pago mínimo que debe abonar el tarjetahabiente sobre su liquidación mensual, dado que el plazo original de los créditos es superior a 5 cuotas y (iv) no se encuentran en mora a la fecha de determinación (30.11.2021).

Las cuentas cuyos créditos se titularon cuentan con las siguientes características (cuentas elegibles), entre otras: i) corresponden a tarjetas de crédito que están vigentes y respecto de las cuales Cencosud no ha recibido denuncias por fraude, hurto, robo, pérdida o destrucción, ni cuestionamiento fundado y válido por parte del tarjetahabiente de conformidad a la Ley de Tarjetas de Crédito; ii) corresponden a tarjetahabientes que registran una antigüedad igual o superior a los 60 días y respecto de los cuales el fiduciante haya emitido al menos una liquidación; iii) no registran atraso superior a 30 días a la fecha de determinación; iv) pagadero en pesos y (V) el plazo original es superior a cinco cuotas.

Por último, la estructura cuenta con un fondo de reserva por un monto mínimo equivalente a una vez el próximo devengamiento de intereses de los VDFA y VDFB, el cual se aplica por el fiduciario al pago de los servicios de intereses de los VDFA y VDFB cuando por cualquier causa no existan fondos suficientes en la cuenta fiduciaria para el pago de los mismos. El fondo de reserva se constituyó con las cobranzas de los activos fideicomitados.

Aplicación de fondos: el total de los fondos recaudados en cada período de cobranza existentes en la cuenta fiduciaria se distribuirán de la siguiente forma y orden detallada en la cascada de pagos; sólo se asignarán fondos a los destinos preestablecidos cuando no existieren saldos impagos respecto del destino que le anteceda, en el orden de prelación y subordinación indicado.

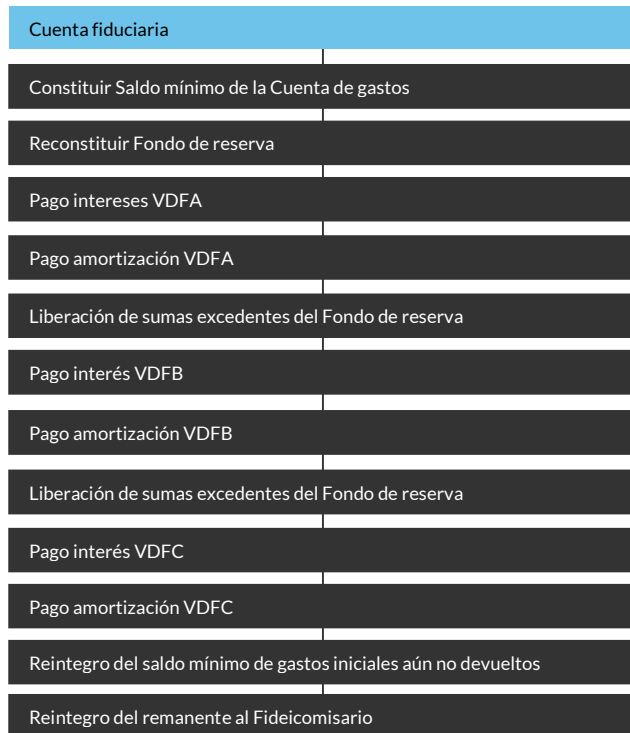
Clase	Sobrecolateralización Inicial
VDF A	32,52%
VDF B	27,62%
VDF C	17,58%

Fuente: FIX en base a los documentos de emisión

Clase	Fondo de liquidez
Inicial	\$ 42.352.231
VDF A	1x el próximo devengamiento de interés
VDF B	1x vez el próximo devengamiento de interés

Fuente: FIX en base a los documentos de emisión

Cascada de pagos del Fideicomiso Financiero Cuotas Cencosud XX



*de corresponder

Fuente: FIX en base a los documentos de emisión

Antecedentes

Cencosud S.A. es una empresa cuya actividad principal es la explotación de centros comerciales e hipermercados. Es controlada por Cencosud Internacional Ltda. con una participación del 95,34% del capital social de Cencosud en la actualidad.

Cencosud es uno de los más grandes conglomerados de retail en América Latina, contando con operaciones activas en Argentina, Brasil, Chile, Colombia y Perú. Sus operaciones se focalizan principalmente en el negocio de supermercados, homecenters, tiendas por departamento, centros comerciales y servicios financieros. Desarrolla otras líneas de negocios complementarias como ser el corretaje de seguros, centros de entretenimiento y agencia de viajes.

Las operaciones en Argentina comienzan en el año 1982 con la apertura del Hipermercado Jumbo, logrando una rápida expansión y desarrollando nuevas áreas de negocios (centros comerciales). Actualmente las operaciones en la Argentina incluyen homecenters (Easy), supermercados (Disco, Jumbo y Super Vea), centros comerciales (Unicenter, San Martín Factory, Plaza Oeste Shopping, entre otros), centros de entretenimiento familiar y servicios financieros.

En el año 2007 la compañía lanzó la tarjeta de crédito "Tarjeta Cencosud" con el objetivo de ofrecer a sus clientes servicios financieros. Actualmente, la Tarjeta Cencosud posee más de 642 mil clientes activos que pueden utilizar la tarjeta en los comercios adheridos en todo el país, mientras que el saldo de la cartera asciende a febrero de 2022 a \$ 31.617 millones.

TMF Trust Company (Argentina) S.A. se estableció en 1970 como afiliado en una empresa jurídica holandesa. En el año 2003, se independizó de su empresa madre a través de un

management buy out, y realizó diversas adquisiciones que le dieron el lugar de liderazgo que hoy ostenta. En 2004, compró la división de fideicomisos del Standard Chartered Bank; en 2005, adquirió el negocio global de fideicomisos del ABN AMRO Bank N.V.; y en el año 2008, EquityFundServices, su división de administración de carteras, se fusionó con CustomHouse Global FundServices Ltd. Antes de la fusión con TMF Group, Equity Trust contaba con más de 1.200 empleados en más de 40 oficinas en todo el mundo, atendiendo a 14.000 clientes.

El cambio en el control y en la estructura accionaria de Equity Trust Group, y en forma indirecta en la de Equity Trust Company (Argentina) S.A., se produjo el 14 de enero de 2011. Esto implicó el inicio de los planes de fusión de Equity Trust y TMF Group a nivel mundial, cuyo cierre se produjo el 28.06.2011 tras la obtención de las autorizaciones de autoridades regulatorias en ciertas jurisdicciones. Luego de concretada la fusión de ambas compañías, TMF Group se convirtió en el proveedor independiente en la prestación de servicios de administración de negocios complejos y de alta calidad más grande del mundo. A partir de la fecha de cierre, el grupo a nivel mundial se llamará TMF Group. No obstante, en la Argentina, TMF Trust Company (Argentina) S.A. continuará actuando con su propia estructura societaria separada, colaborando mutuamente con TMF Argentina en el desarrollo de sus negocios. La entidad se encuentra calificada en '1FD(arg)/Estable' como fiduciario por FIX.

Anexo I. Origenación y Administración

Cencosud lanzó en abril de 2007 las Tarjeta MÁS con el objetivo de profundizar la relación con los clientes de Jumbo, Disco, Easy, Súper Veá y Blaisten S.A y darle alternativas de financiamiento para sus consumos. A partir de 2008 se extiende esta tarjeta al mercado abierto, ampliando su cobertura geográfica a Capital Federal, Gran Buenos Aires, Rosario y la Costa Atlántica.

Esta operatoria muestra una razonable política de origenación para el mercado que apunta y una buena política de cobranzas por parte de Cencosud, teniendo niveles de incobrabilidad controlables para la industria en que se desarrolla a pesar del incremento que se observó en el último año al igual que todo el mercado.

La zona geográfica de origenación abarca todas las ciudades del país donde hay presencia de locales comerciales de las tiendas Jumbo, Veá, Disco, Easy y Blaisten.

Los canales de venta de la tarjeta pueden darse mediante dos vías: (i) a solicitud del cliente mediante el cual el interesado completa una solicitud de crédito y se constata su identidad mediante el documento de identidad y que no cuente ya con una tarjeta Cencosud. Asimismo, se hacen pedidos de informes a instituciones que brindan información sobre la situación crediticia de los potenciales clientes. Con dicha información se determina un score de solicitud y se le asigna al cliente un límite de crédito; y (ii) por procesos de preaprobación masivos en los cuales la compañía realiza una selección de poblaciones específicas de personas y establece una oferta dirigida de tarjeta de crédito preaprobada.

Todos los legajos confeccionados en los puntos de venta son remitidos a la casa central a fin de controlar la completitud y perfeccionamiento jurídico de la documentación. Los controles pueden realizarse en forma previa o posterior a la entrega del plástico asignación del límite.

En cuanto a los montos máximos de asignación, en el caso de las nuevas cuentas dadas de alta existen los siguientes límites mínimos y máximos según el nivel de riesgo del cliente (Alto, Medio, Bajo): para los tres niveles de riesgo el límite mínimo son \$ 9.000 y el límite máximo de \$ 30.000 para el riesgo alto, \$ 125.000 medio y \$ 250.000 bajo.

Este nivel de riesgo se define al momento de la origenación con el score de crédito desarrollado por Equifax Veraz en base al perfil de riesgo de nuestro portafolio. Los cortes entre los distintos niveles fueron determinados según la tasa de pérdida histórica observada. A continuación se definen los tres niveles:

1. Nivel de riesgo alto: clientes que de acuerdo a su Score de adquisición de mercado posee una probabilidad de incumplimiento mayor a la media esperada del portafolio.
2. Nivel de riesgo medio: clientes que de acuerdo a su Score de adquisición de mercado posee una probabilidad de incumplimiento próximo a la media esperada del portafolio.
3. Nivel de riesgo bajo: clientes que de acuerdo a su Score de adquisición de mercado posee una probabilidad de incumplimiento menor a la media esperada del portafolio

El tope de límite de crédito de clientes ya existentes es de \$ 300.000. Asimismo, existen excepciones que deben cumplir con la política de excepciones y no tienen límite. Se considera excepción cuando el sujeto de crédito no se ajusta a la política de crédito aprobada. En todos los casos el funcionario que ejerce la autoridad de excepción debe dejar registrado en la documentación de aprobación por excepción los factores mitigantes que se presentan para cada uno de los desvíos a las reglas o políticas de crédito que no son cumplidas por el sujeto de crédito.

La cobranza de los créditos se efectúa mediante las cajas de los comercios de Easy, Jumbo, Disco y Veá o mediante los agentes de pago habilitados como Pago Fácil, Rapipago y red de cajeros link o cajeros Banelco del país. Adicionalmente el cliente puede optar por el débito en su CBU y pago con tarjeta de débito. El pago mínimo es la suma requerida para que el titular de la tarjeta no ingrese en mora y pueda continuar consumiendo.

Todo el proceso de cobranza se realiza mediante estudios de cobranza contratados y un centro de cobranzas interno, estandarizado bajo los lineamientos de Cencosud. El cliente tiene dos

vencimientos para cumplir con el pago de su deuda y la gestión de cobranza por crédito moroso se inicia entre el primer día de atraso contando a partir del incumplimiento del segundo vencimiento hasta el cierre posterior a los 90 días de atraso. Luego de haber superado la mora temprana, los deudores que alcanzan dicho plazo serán transferidos a gestión extrajudicial.

La compañía tiene un sistema de gestión preventiva que es previa a la fecha de vencimiento y está dirigida aquellas cuentas que emitieron su primer resumen. Esta gestión se lleva a cabo con mensajes pregrabados dos días antes del primer vencimiento. A su vez se cuenta con una gestión de pre-cobranza en aquellas cuentas que no registran pago faltando dos días para la fecha del segundo vencimiento, también a través de mensajes pregrabados.

En cuanto no se cumple con el segundo vencimiento, se inicia un proceso de gestión telefónica, bloqueo para nuevos consumos (lo cual se rehabilita contra el pago) y todos los productos asociados al deudor y envíos de cartas de notificación de deuda. De persistir el incumplimiento, a los 90 días se consolida la deuda, se inhibe la cuenta (sin rehabilitación contra pago) y se envía el caso a estudios de cobranzas externos.

Anexo II. Descripción de la transacción

Resumen del colateral

Características de la cartera	
Saldo de capital actual (\$)	\$ 1.659.060.940
Valor fideicomitido (\$)	\$ 1.372.082.186
Tasa interna de retorno	0,00% TNA
Tasa de descuento	68,60% TEA
Cantidad de cuentas	81.428
Cantidad de cupones	120.076
Antigüedad promedio de las cuentas	74,8 meses
Plazo original promedio (meses)	12,0
Vida remanente original promedio (meses)	9,9
Vida remanente cedido promedio (meses)	6,5

Fuente: FIX

Anexo III. Dictamen de calificación

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO, "Afilada de Fitch Ratings" - Reg. CNV N°9, reunido el **11 de abril de 2022**, confirmó las siguientes calificaciones a los Valores de Deuda Fiduciaria (VDF) emitidos bajo el Fideicomiso Financiero Cuotas Cencosud XX:

Clase	Calificación actual	Perspectiva actual	Calificación anterior	Perspectiva anterior
VDF Clase A por VN\$ 1.119.534.322	AAAsf(arg)	Estable	AAAsf(arg)	Estable
VDF Clase B por VN\$ 81.293.986	A+sf(arg)	Estable	A+sf(arg)	Estable
VDF Clase C por VN\$ 166.569.719	CCCs(arg)	No aplica	CCCs(arg)	No aplica

Categoría AAAsf(arg): "AAA" nacional implica la máxima calificación asignada por FIX en su escala de calificaciones nacionales del país. Esta calificación se asigna al mejor crédito respecto de otros emisores o emisiones del país.

Categoría Asf(arg): "A" nacional implica una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de repago en tiempo y forma en un grado mayor que para aquellas obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

Categoría CCCsf(arg): "CCC" nacional implica un riesgo crediticio muy vulnerable respecto de otros emisores o emisiones dentro del país. La capacidad de cumplir con las obligaciones financieras depende exclusivamente del desarrollo favorable y sostenible en el entorno económico y de negocios.

Nota: la Perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. Una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen. Los signos "+" o "-" se añaden a una calificación para darle una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade.

Fuentes de información: las presentes calificaciones se determinaron en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por el fiduciante de carácter privado al mes de febrero 2022 y la siguiente información pública:

- Programa Global de Valores Fiduciarios Fideicomisos Financieros "Más Cuotas II".
- Suplemento de Prospecto del Fideicomiso Financiero Cuotas Cencosud Serie XX e información complementaria. Disponibles en www.cnv.gob.ar.

Dicha información resulta adecuada y suficiente para fundamentar las calificaciones otorgadas.

Informes relacionados:

- [Impacto del Coronavirus en Finanzas Estructuradas; Mar. 30, 2020](#)
- [TMF Trust Company \(Argentina\) S.A. \(Informe de Actualización\), Dic. 17, 2021](#)

Los informes se encuentran disponibles en www.fixscr.com.

Determinación de las calificaciones: Metodología de Calificación de Finanzas Estructuradas registrada ante Comisión Nacional de Valores (disponible en www.fixscr.com o en www.cnv.gob.ar).

Notas: las calificaciones aplican a los términos y condiciones de los títulos estipulados en el prospecto de emisión. El presente informe de calificación debe leerse conjuntamente con el prospecto de emisión.

Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (Afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX SCR S.A. o la calificadoras-, ha recibido honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: WWW.FIXSCR.COM. ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FIXSCR.COM. LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX S.A. Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA LIDER SE BASA EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

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

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR S.A. lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR S.A. en el momento de realizar una calificación crediticia será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

La información contenida en este informe recibida del emisor se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos es únicamente responsable por la calificación. La calificación sólo incorpora los riesgos derivados del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos, como ser riesgos de precio o de mercado, se hará mención específica de los mismos. FIX SCR S.A. no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en el mismo pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. La asignación, publicación o disseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre en calidad de "experto" en cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de títulos y valores de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de Estados Unidos y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y su distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.