

Tarjeta Naranja S.A.

Informe Integral

Calificaciones

Nacional

ON Clase XXXVIII AA-(arg)

Perspectiva

Calificación Nacional de Largo Plazo: Estable

Resumen Financiero

Miles	30/06/2017	30/06/2016
Activos (USD)	1502.072	1342.242
Activos (Pesos)	24.932.149	20.026.258
Patrimonio Neto (Pesos)	5.390.178	3.827.557
Resultado Neto (Pesos)	1068.747	591212
ROA (%)	8,74	6,29
ROE (%)	43,11	31,73
PN / Activos (%)	21,62	19,11

\$/US\$: a jun'17: 16,5985 y jun'16: 14,92

Criterios relacionados

[Metodología de Calificación de Entidades Financieras registrada ante la Comisión Nacional de Valores](#)

Analista Principal

Gustavo Avila
 Director
 5411 – 5235 - 8142
gustavo.avila@fixscr.com

Analista secundario

Darío Logiodice
 Director
 5411 – 5235 - 8100
dario.logiodice@fixscr.com

Responsable Del Sector

M. Fernanda Lopez
 Senior Director
 5411 – 5235 - 8100
Maríafemanda.lopez@fixscr.com

Perfil

Tarjeta Naranja S.A. (TN) es el principal emisor de tarjetas de crédito en el país y ofrece una amplia gama de servicios a través de las mismas. Pertenece a Tarjetas Regionales S.A., cuyo accionista mayoritario es Banco de Galicia y Buenos Aires S.A., calificado en AA(arg) y A1+(arg) para el endeudamiento de largo y corto plazo respectivamente. Se destaca que el Grupo Financiero Galicia resolvió iniciar un proceso de reorganización societaria en el que Tarjetas Regionales S.A. se incorporará al patrimonio del Grupo.

Factores relevantes de la calificación

Absorción de Tarjetas Cuyanas sin impacto crediticio: El 10.08.17 Tarjeta Naranja S.A. informó que se iniciaron las gestiones para fusionar por absorción a Tarjetas Cuyanas S.A., siendo esta última la absorbida. Dado que ambas entidades poseen la misma calificación no tiene impacto sobre la calidad crediticia de la entidad ni de los títulos emitidos.

Buen desempeño histórico: TN detenta una sólida capacidad de generación de ingresos y su rentabilidad histórica es elevada. A jun'17, la utilidad neta creció un 80.8% interanual, mientras que sus indicadores de rentabilidad reflejan niveles elevados (ROA 8.7% a jun'17 vs. 6.3% a jun'16).

Buena calidad de activos: A jun'17, la irregularidad de TN era del 6.0%, nivel que se considera adecuado por la operatoria que realiza la compañía, y su cobertura con provisiones alcanza al 111.8%. La calificadoradora estima que la calidad de la cartera se mantenga en niveles razonables, de la mano de su buena gestión del riesgo histórica.

Buena capitalización: TN muestra buenos niveles de solvencia. A jun'17 el PN representaba el 21.6% del activo, mientras que el ratio de capital tangible/activos tangibles alcanzaba el 20.0%. La sólida generación de resultados y la política de capitalizar al menos el 75% de las utilidades permiten a TN mantener sus indicadores a pesar del crecimiento de los activos.

Adecuada liquidez: A jun'17, los activos corrientes representaban 1.75 veces sus pasivos corrientes y su cartera de préstamos es de muy corto plazo. En tanto, a la misma fecha, las disponibilidades y los créditos a vencer en los próximos tres meses cubrían el 126.3% de los vencimientos a igual plazo.

Dependencia del mercado de capitales: TN se financia en forma significativa mediante emisiones de deuda en el mercado de capitales local, lo que expone a la entidad a un mayor riesgo de refinanciación y a un eventual mayor costo de fondeo. La emisión internacional EN 2017 por USD 250 millones Peso linked redujo en parte la dependencia en el corto plazo, alargando el fondeo de la entidad.

Sensibilidad de la calificación

Calidad de cartera: En caso de una disminución significativa en los resultados y niveles de solvencia de la entidad o un fuerte deterioro en la calidad de la cartera de la compañía, podría generar presiones a las calificaciones de TN.

Fondeo: Restricciones en el acceso al financiamiento, que afecten la liquidez de TN y dificulten su crecimiento, podría implicar una baja de calificación.

Mayor flexibilidad financiera: Una menor dependencia de la entidad del mercado de capitales como fuente de financiamiento junto con mejores condiciones en términos de plazo y tasa, sin descalces en términos de moneda y conservando buenos niveles de calidad de cartera, rentabilidad y capitalización, podrían implicar un incremento en la calificación. Asimismo, la calificación de TN podría verse beneficiada en caso de una fuerte mejora en el perfil financiero de Banco de Galicia y Buenos Aires S.A., controlante de Tarjetas Regionales.

Perfil

TN comenzó sus actividades en 1985 en la Provincia de Córdoba y fue expandiendo sus actividades a través de los años. En 1995 se incorporó el Banco Galicia como accionista y en diciembre de ese año se constituyó Tarjeta Naranja S.A. luego de la escisión de su antecesora, Salto 96 S.A. En febrero de 2012 Dusner S.A. y Fedler S.A., las personas jurídicas relacionadas a los fundadores de la compañía, transfirieron el 20% del capital de TN que poseían a Tarjetas Regionales S.A. a cambio de acciones de esta última (actualmente Dusner S.A. y Fedler S.A. poseen el 8.50% de Tarjetas Regionales cada una), que pasó a poseer el 100% del capital accionario de TN. Posteriormente, Tarjetas Regionales transfirió a TN el 1% del capital de Tarjetas Cuyanas S.A. y a esta última el 1% del capital de TN.

A la fecha, Tarjetas Regionales posee el 99% de Tarjeta Naranja S.A., estando el 1% restante en control de Tarjetas Cuyanas S.A. En tanto, Banco de Galicia y Buenos Aires S.A. es la controlante de Tarjetas Regionales con una participación del 77%.

TN se expandió a otras regiones a través de crecimiento orgánico y de la fusión con otras compañías del grupo. En 2001 TN absorbió a Tarjetas del Sur S.A. y en 2004 a Tarjeta Comfiar, a través de la cual se expandió a las Provincias de Santa Fe, Entre Ríos, Corrientes, Misiones y Chaco. Adicionalmente, en abril de 2012 se concretó la fusión de Tarjeta Mira, sociedad que se constituyó en septiembre de 2011 luego de la escisión de Tarjetas del Mar.

La compañía ofrece a sus usuarios una amplia gama de servicios a través de la emisión de tarjetas de crédito. Mediante la tarjeta, los usuarios acceden a diversos planes de pago para sus compras en más de 237.000 comercios adheridos y a préstamos personales en hasta 24 cuotas fijas en pesos. Además de su propia tarjeta, TN emite la Tarjeta Naranja VISA, la Tarjeta Naranja Mastercard y Tarjeta Naranja American Express. Al 31.12.16 tenía más de 2.9 millones de cuentas de tarjetas de crédito y tenía más de 8.7 millones de tarjetas habilitadas.

Opera en 22 provincias a través de una red de 160 sucursales y 49 receptorías, además de los comercios adheridos, y cuenta con más de 3,300 empleados. Actualmente se encuentra llevando a cabo un plan para posicionar la marca y crecer en la CABA y el Gran Buenos Aires, donde tiene un muy amplio potencial de crecimiento. La estrategia de comercialización para la captación de nuevos clientes se implementa a través de promotores, tanto en las oficinas de TN como en centros comerciales, empresas, comercios, o instalando puestos de suscripción en eventos con concurrencia masiva de público.

Desempeño

Entorno Operativo

A partir del cambio de paradigma macroeconómico, 2016 se configuró como un año de transición. A lo largo de ese año, la nueva administración planteó como objetivos prioritarios el reacomodamiento de precios relativos, la normalización del mercado cambiario y monetario, de las relaciones con el mercado financiero internacional y un proceso de ajuste gradual del desequilibrio fiscal. Como consecuencia de este proceso que derivó en una caída de la actividad económica, suba de las tasas de interés y un salto en la tasa de inflación, el sistema financiero argentino registró una marcada desaceleración en el crecimiento de los préstamos, producto de la retracción de la demanda del sector privado.

A partir del último trimestre de 2016 se observa una gradual recuperación de la actividad económica que impulsó la demanda crediticia. Para el resto de 2017 y 2018, FIX estima que la misma tendencia continuará, condicionada tanto por factores endógenos, tales como la evolución de las cuentas fiscales, como exógenos, como la situación de Brasil y la evolución

del precio de los commodities. Actualmente las entidades financieras enfrentan el desafío de mejorar sus niveles de eficiencia, deteriorados por altos costos de estructura impulsados por elevados índices inflacionarios y no compensados por el incremento de la intermediación financiera. Respecto de la calidad de cartera, si bien la morosidad puede aumentar, se considera que la mora del sistema es baja y que las entidades en general están bien provisionadas. Por lo tanto, no se esperan problemas significativos a pesar de algunos cambios en los precios relativos.

A mediano y largo plazo, ante un escenario base de menores niveles de inflación y crecimiento sostenido de la economía, FIX estima que las entidades financieras enfrentarán un escenario de creciente presión competitiva con una progresiva reducción de los márgenes de intermediación. El desafío para las entidades será mejorar su eficiencia, aumentar su volumen de operaciones y lograr un progresivo alargamiento del plazo de sus pasivos que le permitan calzar la duration entre activos y pasivos.

Desempeño de la entidad

Desempeño histórico

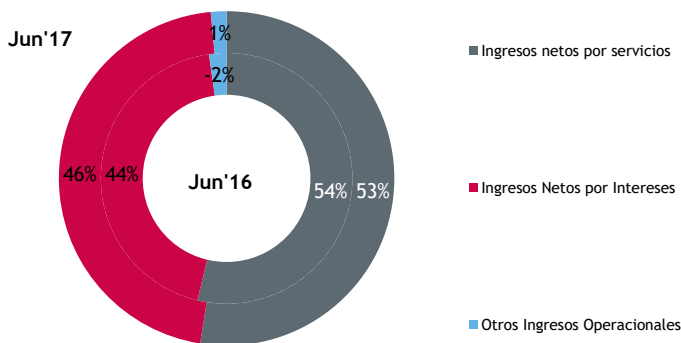
(%)	Jun'17	2016	2015	2014
Ingresos Netos por Intereses/ Activos Rentables Prom.	21.47	19.15	17.05	19.29
Gastos de Administración / Total de Ingresos	55.97	61.67	60.11	65.28
Cargos por Incobrabilidad / Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad	28.10	25.43	15.61	33.02
Resultado Operativo / Activos Prom.	13.40	10.63	12.61	7.93
Resultado operativo / Patrimonio Neto Prom.	66.08	54.73	66.22	44.65

Fuente: Tarjeta Naranja S.A.

TN detenta una sólida capacidad de generación de ingresos y su rentabilidad histórica es elevada. A jun'17, la utilidad neta creció un significativo 80.8% interanual, mientras que sus indicadores de rentabilidad reflejan niveles elevados (ROA 8.74% a jun'17 vs. 6.29% a jun'16), y se ubica por encima de la media del sistema financiero (ROA 3.7%).

Los buenos resultados de la compañía en los últimos años se fundamentan en su fuerte volúmen de negocios, lo cual genera un importante incremento de los ingresos. Los resultados de la entidad se explican principalmente por los ingresos netos por servicios, y en segundo lugar por los ingresos netos por financiación. Ambos márgenes compensaron con holgura el incremento en los gastos de administración. La mayor participación de los ingresos por financiación durante el ejercicio 2016 y el primer semestre de 2017, respecto al de 2015, se explica principalmente por la liberación de tasas.

Gráfico #1: Desagregación de ingresos Operativos (Jun'17 vs Jun'16)



Fuente: Tarjeta Naranja S.A.

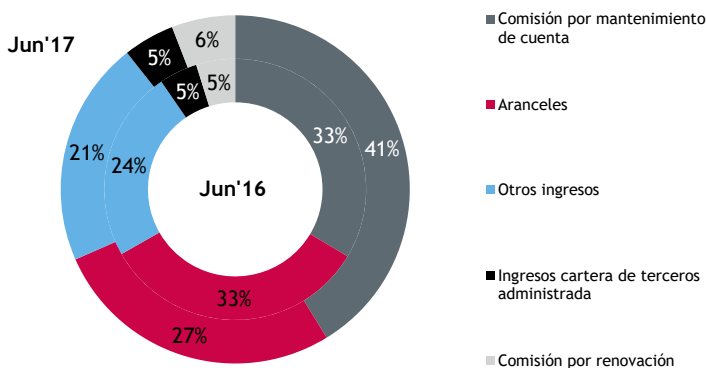
Dentro de los ingresos netos por servicios, se destaca la comisión por mantenimiento de cuenta y los aranceles, que se le cobra a los comercios por las ventas con Tarjeta Naranja.

Ingresos operativos

La principal fuente de ingresos son las comisiones netas, que aumentaron en los últimos años, acompañando el mayor nivel de actividad. A jun'17 los ingresos netos por servicios volvieron a registrar un fuerte crecimiento interanual del 44.7%, luego de un período de menor crecimiento relativo (23.1% dic'16 vs. Dic'15).

No obstante, hacia adelante los ingresos por comisiones se verían afectados por la baja gradual de los aranceles tanto para las tarjetas de crédito y de débito, aunque posiblemente sean parcialmente compensados a través de menores egresos por comisiones pagadas y otros ingresos por comisiones. A jun'17 se observa una caída en la participación de los aranceles y un fuerte incremento en la participación de las comisiones por mantenimiento de cuenta.

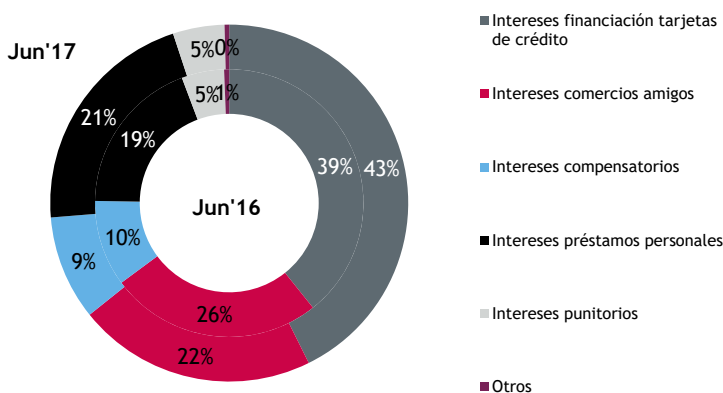
Gráfico #2: Desagregación de ingresos por servicios (Jun'17 vs Jun'16)



Fuente: Tarjeta Naranja S.A.

Por su parte, los ingresos netos por intereses crecieron en forma significativa, 54.4% Jun'17 vs. Jun'16, explicado en parte por la liberación de los límites establecidos por el BCRA para las tasas activas.

Gráfico #3: Desagregación de ingresos por Intereses (Jun'17 vs Jun'16)



Fuente: Tarjeta Naranja S.A.

En tanto, respecto a los costos, los gastos de administración se incrementaron interanualmente un 35.2%, en línea con los incrementos de costos por el nivel de inflación del período y por debajo del incremento de costos para el sistema financiero (+42.5%).

La compañía continúa manteniendo adecuados niveles de eficiencia considerando el tipo de actividad que desarrolla. El ratio gastos/ingresos se ubicó a jun'17 en 56.0% y el ratio gastos/activos en 23.7% (64.1% y 22.8% respectivamente a jun'16).

La compañía manifestó como uno de los principales objetivos para el presente ejercicio poner foco en el control de los gastos y en mejorar la eficiencia de la entidad.

En tanto, se destaca que el ingreso neto por servicios cubría el 93.8% de los gastos de administración a jun'17, nivel considerado muy bueno (87.7% a jun'16). Hacia delante se espera que la entidad continúe presentando adecuados niveles de eficiencia, dada su política de control de gastos y buenos resultados aunque los actuales niveles inflacionarios ejercen presión sobre los mismos.

Los cargos por incobrabilidad representaban el 5.5% del total de financiaciones (promedio) y el 28.1% del resultado operativo antes de provisiones a jun'17 (3.4% y 24.8% respectivamente a jun'16), y se consideran razonables teniendo en cuenta la adecuada cobertura con provisiones de la cartera (111.8% sobre préstamos irregulares a jun'17).

Riesgos

Administración de riesgos

La política crediticia de la compañía históricamente exhibió límites de crédito conservadores en la evaluación de sus financiaciones, dando énfasis a la atomización y la diversidad geográfica, y realizando un monitoreo permanente del nivel de cumplimiento de cada cliente.

Si bien el mercado objetivo de la compañía es sensible a los ciclos de la economía, se ha observado una gran capacidad por parte de ésta para mantener el crecimiento de sus ingresos y una adecuada calidad de cartera, que ha sido históricamente mejor a la de otras entidades que financian segmentos similares del mercado.

Riesgo Crediticio

Calidad de Activos

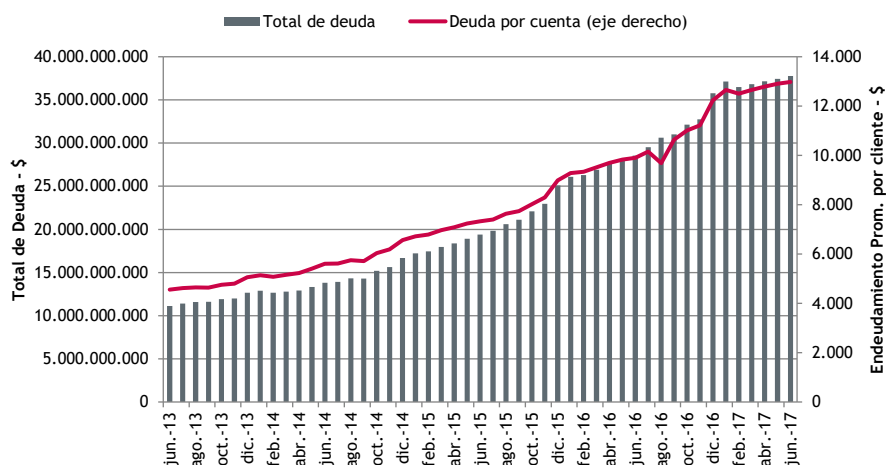
(%)	Jun'17	2016	2015	2014
Crecimiento de Préstamos Brutos (Ytd*)	6.19	38.85	34.17	25.17
Préstamos Irregulares / Préstamos Brutos	5.99	4.82	4.80	5.48
Previsiones / Préstamos Brutos	6.69	5.43	5.34	5.91
Préstamos Irregulares Netos de Previsiones / Patrimonio Neto	(3.20)	(3.03)	(2.55)	(2.17)
Cargos por Incob. / Préstamos Brutos Prom.	5.45	3.87	2.54	4.32

*Ytd: Year-to-date

Fuente: Tarjeta Naranja S.A.

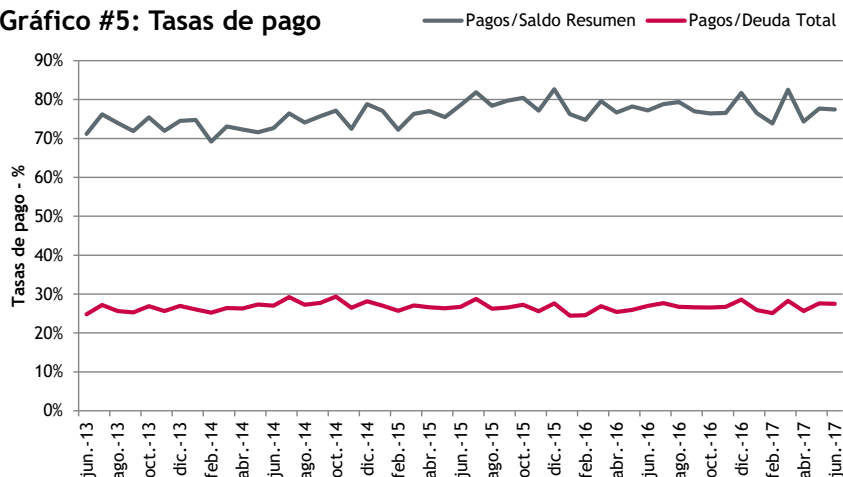
La cartera de préstamos de consumo es el principal activo de la compañía y representa –neta de provisiones- el 91.5% del total a jun'17. El volumen de actividad de TN se incrementó considerablemente en los últimos años de la mano del crecimiento de la economía y el crédito al consumo en el país. El número de cuentas habilitadas a jun'17 alcanzaba los 2.91 millones que exhiben un consumo creciente, de \$3.305 promedio mensual por cuenta activa. A jun'17 la cartera de préstamos neta de provisiones registró un incremento del 25.9% respecto de jun'16.

Gráfico #4: Evolución de financiaciones y endeudamiento prom. por cliente



Fuente: Tarjeta Naranja S.A.

Gráfico #5: Tasas de pago



Fuente: Tarjeta Naranja S.A.

La cartera está constituida en parte por saldos que devengan interés y otros que no devengan interés, ya que se trata de compras con tarjetas de crédito en cuotas sin interés, práctica muy difundida en el sistema financiero local. Asimismo, parte de las financiaciones otorgadas por la compañía corresponde a una opción que brinda TN a sus clientes que consiste en pagar en cuotas (con un recargo financiero) el resumen de cuenta. Dado el tipo de actividad que desarrolla la compañía, la cartera no cuenta con garantías, la concentración por deudor es muy reducida y la expansión regional de la compañía ha mitigado el riesgo de concentración geográfica que presentaba en el pasado.

TN presenta una adecuada calidad de activos para el segmento objetivo de la entidad. A jun'17 la cartera irregular, representaba el 5.99% del total, con una adecuada cobertura de provisiones (111.8%), que comparan con niveles de 4.8% y 109.7% respectivamente a jun'16.

Cabe aclarar que la política de la compañía es estar en línea con los requerimientos de provisiones del BCRA, por más que no le sean aplicables.

FIX estima que la calidad de la cartera se mantenga en niveles adecuados dado que la calidad de sus financiaciones ha sido históricamente muy buena, sustentada en su muy buena gestión del riesgo y conocimiento de los segmentos atendidos.

Riesgo de mercado

La entidad presentó en los últimos años riesgo cambiario mientras estaba vigente la ON Clase XIII en dólares. Dicho riesgo cambiario se cubrió (parcialmente) mediante contratos de compraventa a término de moneda extranjera, celebrados en su mayoría con Rofex. Durante el ejercicio 2016 la pérdida por diferencia de cambio (neta de resultados por derivados) fue de \$201.2 millones.

El riesgo de tasa es atenuado en parte, por el corto plazo generalizado de sus activos y pasivos. A jun'17, el 65.0% de los créditos tenía un vencimiento inferior a los 90 días. En tanto, a la misma fecha, de pasivos financieros, el 48.3% vencía en igual período.

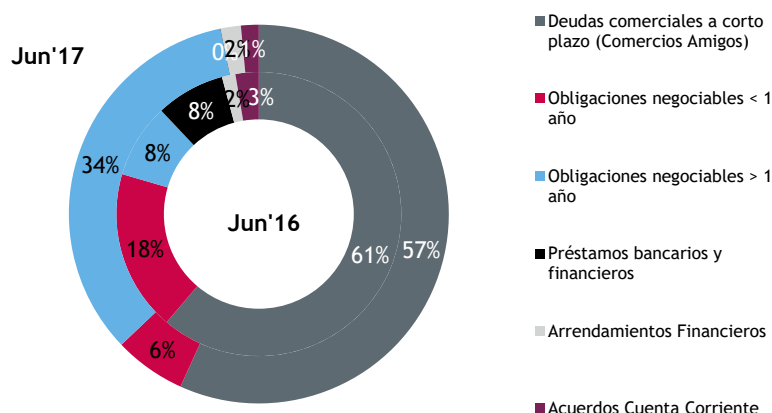
La Calificadora considera que las entidades que operan principalmente con tarjetas de crédito se encuentran más limitadas en el caso de tener que reducir las financiaciones ante un escenario de fuerte contracción de liquidez en el sistema que limite su acceso al fondeo.

Fuentes de fondos y capital

Fondeo y Liquidez

El principal pasivo de TN son las cuentas a pagar a los comercios adheridos a la compañía (51.9%). El fondeo de sus activos se realiza además a través de la emisión de obligaciones negociables (al 30.06.17 el monto vigente era de \$ 7,148.8 millones, de los cuales el 84.7% tenía vencimientos a más de un año). A la fecha de análisis, la entidad no tenía exposición significativa a préstamos bancarios. Asimismo, la securitización de cartera es una importante fuente de fondos potencial para la compañía, aunque no realizó emisiones desde dic'08.

Gráfico #6: Fondeo (Jun'17 vs Jun'16)



Fuente: Tarjeta Naranja S.A.

La liquidez de la compañía es adecuada, A jun'17, los activos corrientes representaban 1.75 veces sus pasivos corrientes y su cartera de préstamos es de muy corto plazo. En tanto, a la misma fecha, las disponibilidades y los créditos a vencer en los próximos tres meses cubrían el 126.3% de los vencimientos a igual plazo. También se observa un buen acceso al mercado de capitales a través de la emisión recurrente de obligaciones negociables y líneas bancarias.

Dada la elevada participación de las obligaciones negociables como fuente de fondeo de la entidad, una fuerte restricción en el acceso al mercado de capitales, implicaría un incremento en el riesgo de liquidez de la misma. Como mitigante, la entidad, a Jun'17, tenía firmado un commitment o compromiso con Banco Patagonia por \$100 millones con vencimiento al 22.12.2017. Asimismo, la entidad emitió en el mercado internacional USD 250 millones, lo que redujo la necesidad de fondeo en el corto plazo en el mercado local y por ende disminuirá el riesgo de refinanciación de sus pasivos.

Adicionalmente podría contar con asistencia de Banco Galicia, la cual puede ser significativa en caso de que se otorgue como garantía cupones de tarjeta de crédito que cuenten con determinados condiciones.

Capital

Capitalización

(%)	Jun'17	2016	2015	2014
Capital Tangible / Activos Tangibles	20.00	17.20	18.07	15.57
Patrimonio Neto/Activos	21.62	18.73	19.46	17.53
Resultado Neto - Dividendos pagados / Total del Patrimonio Neto	39.98	30.87	27.02	19.30

Fuente: Tarjeta Naranja S.A.

La alta generación de resultados que caracteriza a la compañía sustenta el fuerte crecimiento de su actividad y le permite mantener buenos niveles de solvencia, ya que la política de dividendos estipula una capitalización del 75% de las utilidades.

A jun'17 el ratio de PN/Activos era del 21.6%, mientras que el ratio de capital tangible/ activos tangibles alcanzaba el 20.0%, niveles que se consideran adecuados, y registran un incremento respecto a los registrados a jun'16 (19.1% y 17.7% respectivamente).

Anexo I Estados Financieros de acuerdo a Normas Internacionales de Información Financiera:

Tarjeta Naranja S.A. Estado de Resultados

	30 jun 2017		31 dic 2016		30 jun 2016		31 dic 2015		31 dic 2014	
	6 meses	Como % de	Anual	Como % de	6 meses	Como % de	Anual	Como % de	Anual	Como % de
	ARS miles	Activos	ARS miles	Activos	ARS miles	Activos	ARS miles	Activos	ARS miles	Activos
	Original	Rentables	Original	Rentables	Original	Rentables	Original	Rentables	Original	Rentables
1. Intereses por Financiaciones	3.286.499,0	28,53	5.017.652,0	23,03	2.215.382,0	24,43	3.197.449,0	19,59	2.694.190,0	22,80
2. Otros Intereses Cobrados	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
3. Ingresos por Dividendos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
4. Ingresos Brutos por Intereses	3.286.499,0	28,53	5.017.652,0	23,03	2.215.382,0	24,43	3.197.449,0	19,59	2.694.190,0	22,80
5. Intereses por depósitos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
6. Otros Intereses Pagados	909.738,0	7,90	1.477.062,0	6,78	676.248,0	7,46	903.068,0	5,53	813.592,0	6,89
7. Total Intereses Pagados	909.738,0	7,90	1.477.062,0	6,78	676.248,0	7,46	903.068,0	5,53	813.592,0	6,89
8. Ingresos Netos por Intereses	2.376.761,0	20,63	3.540.590,0	16,25	1.539.134,0	16,98	2.294.381,0	14,06	1.880.598,0	15,92
9. Resultado Neto por operaciones de Intermediación y Derivados	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
10. Resultado Neto por Títulos Valores	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
11. Resultado Neto por Activos valuados a FV a través del estado de resultados	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
12. Resultado Neto por Seguros	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
13. Ingresos Netos por Servicios	2.716.568,0	23,58	4.302.410,0	19,75	1.877.800,0	20,71	3.495.781,0	21,42	2.657.607,0	22,49
14. Otros Ingresos Operacionales	78.208,0	0,68	-128.487,0	-0,59	-78.366,0	-0,86	-108.022,0	-0,66	-436.147,0	-3,69
15. Ingresos Operativos (excl. intereses)	2.794.776,0	24,26	4.173.923,0	19,16	1.799.434,0	19,85	3.387.759,0	20,76	2.221.460,0	18,80
16. Gastos de Personal	1.163.360,0	10,10	2.055.369,0	9,43	938.821,0	10,35	1.535.113,0	9,41	1.228.696,0	10,40
17. Otros Gastos Administrativos	1.731.238,0	15,03	2.702.384,0	12,40	1.201.387,0	13,25	1.880.232,0	11,52	1.449.067,0	12,26
18. Total Gastos de Administración	2.894.598,0	25,13	4.757.753,0	21,83	2.140.208,0	23,61	3.415.345,0	20,93	2.677.763,0	22,66
19. Resultado por participaciones - Operativos	1.838,0	0,02	2.343,0	0,01	1.423,0	0,02	2.975,0	0,02	2.136,0	0,02
20. Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad	2.278.777,0	19,78	2.959.103,0	13,58	1.199.783,0	13,23	2.269.770,0	13,91	1.426.431,0	12,07
21. Cargos por Incobrabilidad	640.332,0	5,56	752.628,0	3,45	297.934,0	3,29	354.354,0	2,17	470.948,0	3,99
22. Cargos por Otras Previsiones	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
23. Resultado Operativo	1.638.445,0	14,22	2.206.475,0	10,13	901.849,0	9,95	1.915.416,0	11,74	955.483,0	8,09
24. Resultado por participaciones - No Operativos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
25. Ingresos No Recurrentes	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
26. Egresos No Recurrentes	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
27. Cambios en el valor de mercado de deuda propia	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
28. Otro Resultado No Recurrente Neto	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
29. Resultado Antes de Impuestos	1.638.445,0	14,22	2.206.475,0	10,13	901.849,0	9,95	1.915.416,0	11,74	955.483,0	8,09
30. Impuesto a las Ganancias	569.698,0	4,95	761.389,0	3,49	310.637,0	3,43	659.830,0	4,04	322.267,0	2,73
31. Ganancia/Pérdida de Operaciones discontinuadas	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	-14.191,0	-0,12
32. Resultado Neto	1.068.747,0	9,28	1.445.086,0	6,63	591.212,0	6,52	1.255.586,0	7,69	619.025,0	5,24
33. Resultado por diferencias de Valuación de inversiones disponibles para la venta	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
34. Revaluación del Activo Fijo	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
35. Resultados por Diferencias de Cotización	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	-5.350,0	-0,05
36. Otros Ajustes de Resultados	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
37. Resultado Neto Ajustado por FIX SCR	1.068.747,0	9,28	1.445.086,0	6,63	591.212,0	6,52	1.255.586,0	7,69	613.675,0	5,19
38. Memo: Resultado Neto Atribuible a Intereses Minoritarios	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
39. Memo: Resultado Neto Después de Asignación Atribuible a Intereses Minoritarios	1.068.747,0	9,28	1.445.086,0	6,63	591.212,0	6,52	1.255.586,0	7,69	619.025,0	5,24
40. Memo: Dividendos relacionados al periodo	n.a.	-	360.000,0	1,65	n.a.	-	300.000,0	1,84	150.000,0	1,27
41. Memo: Dividendos de Acciones Preferidas del Periodo	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-

Tarjeta Naranja S.A.

Ratios

	30 jun 2017	31 dic 2016	30 jun 2016	31 dic 2015	31 dic 2014
	6 meses	Anual	6 meses	Anual	Anual
A. Ratios de Rentabilidad - Intereses					
1. Intereses por Financiaciones / Préstamos brutos (Promedio)	27,75	25,80	24,76	22,92	24,73
2. Intereses Pagados por Depósitos/ Depósitos (Promedio)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3. Ingresos por Intereses/ Activos Rentables (Promedio)	29,69	27,07	26,04	23,76	26,10
4. Intereses Pagados/ Pasivos Onerosos (Promedio)	10,04	9,33	9,44	7,78	8,60
5. Ingresos Netos Por Intereses/ Activos Rentables (Promedio)	21,47	19,10	18,09	17,05	18,22
6. Ingresos Netos por Intereses menos Cargos por Incobrabilidad / Activos Rentables (Promedio)	15,69	15,04	14,59	14,42	13,66
7. Ingresos netos por Intereses menos Dividendos de Acciones Preferidas / Activos Rentables (Promedio)	21,47	19,10	18,09	17,05	18,22
B. Otros Ratios de Rentabilidad Operativa					
1. Ingresos no financieros / Total de Ingresos	54,04	54,10	53,90	59,62	54,15
2. Gastos de Administración / Total de Ingresos	55,97	61,67	64,11	60,11	65,28
3. Gastos de Administración / Activos (Promedio)	23,67	22,92	22,75	22,49	22,21
4. Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad / Patrimonio Neto (Promedio)	91,91	73,40	64,39	78,47	66,65
5. Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad / Activos (Promedio)	18,64	14,25	12,76	14,94	11,83
6. Cargos por Incobrabilidad / Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad	28,10	25,43	24,83	15,61	33,02
7. Resultado Operativo / Patrimonio Neto (Promedio)	66,08	54,73	48,40	66,22	44,65
8. Resultado Operativo / Activos (Promedio)	13,40	10,63	9,59	12,61	7,93
9. Impuesto a las Ganancias / Resultado Antes de Impuestos	34,77	34,51	34,44	34,45	33,73
10. Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad / Activos Ponderados por Riesgo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
11. Resultado operativo / Activos Ponderados por Riesgo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
C. Otros Ratios de Rentabilidad					
1. Resultado Neto / Patrimonio Neto (Promedio)	43,11	35,84	31,73	43,41	28,93
2. Resultado Neto / Activos (Promedio)	8,74	6,96	6,29	8,27	5,13
3. Resultado Neto Ajustado / Patrimonio Neto (Promedio)	43,11	35,84	31,73	43,41	28,68
4. Resultado Neto Ajustado / Total de Activos Promedio	8,74	6,96	6,29	8,27	5,09
5. Resultado Neto / Activos más Activos Administrados (Promedio)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
6. Resultado neto / Activos Ponderados por Riesgo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
7. Resultado neto ajustado / Activos Ponderados por Riesgo	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
D. Capitalización					
1. Capital Ajustado / Riesgos Ponderados	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3. Tangible Common Equity/ Tangible Assets	20,00	17,20	17,68	18,07	15,57
4. Tier 1 Regulatory Capital Ratio	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
5. Total Regulatory Capital Ratio	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
7. Patrimonio Neto / Activos	21,62	18,73	19,11	19,46	17,53
8. Dividendos Pagados y Declarados / Utilidad neta	n.a.	24,9	n.a.	23,9	24,2
9. Dividendos Pagados y Declarados / Resultado Neto Ajustado por FIX SCR	n.a.	24,9	n.a.	23,9	24,4
10. Dividendos y recompra de Acciones / Resultado Neto	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
11. Resultado Neto - Dividendos pagados / Total del Patrimonio Neto	39,98	23,18	31,15	27,02	19,30
E. Ratios de Calidad de Activos					
1. Crecimiento del Total de Activos	(0,26)	37,58	10,21	31,04	27,15
2. Crecimiento de los Préstamos Brutos	6,19	38,85	15,37	34,17	25,17
3. Préstamos Irregulares / Total de Financiaciones	5,99	4,82	4,82	4,80	5,48
4. Previsiones / Total de Financiaciones	6,69	5,43	5,29	5,34	5,91
5. Previsiones / Préstamos Irregulares	111,77	112,80	109,68	111,31	107,80
6. Préstamos Irregulares Netos de Previsiones / Patrimonio Neto	(3,20)	(3,03)	(2,33)	(2,55)	(2,17)
7. Cargos por Incobrabilidad / Total de Financiaciones (Promedio)	5,45	3,87	3,36	2,54	4,32
8. Préstamos dados de baja en el periodo / Préstamos Brutos (Promedio)	n.a.	(1,31)	0,74	0,02	1,74
9. Préstamos Irregulares + Bienes Diversos / Préstamos Brutos + Bienes Diversos	5,99	4,82	4,82	4,80	5,48
F. Ratios de Fondeo					
1. Préstamos / Depósitos de Clientes	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2. Préstamos Interbancarios / Pasivos Interbancarios	69,29	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3. Depositos de clientes / Fondeo Total excluyendo Derivados	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Anexo II Dictamen

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACION DE RIESGO “afiliada de Fitch Ratings” - Reg. CNV N°9, en adelante FIX, reunido el 1 de noviembre de 2017, confirmó (*) la calificación **AA-(arg) Perspectiva Estable** asignada a las ON Clase XXXVIII por un valor nominal de \$500 millones, ampliable por un monto máximo de hasta \$1.000 millones a ser emitidas por Tarjeta Naranja S.A.

Se confirma la calificación de las ON Clase XXXVIII debido a que el emisor decidió modificar la tasa de referencia a TM20 desde tasa Badlar Privada.

La calificación de Tarjeta Naranja refleja su buen desempeño, con una alta rentabilidad, buena calidad de activos y posición de capital. En tanto, la calificación incorpora el mayor riesgo de refinanciación y costo de fondeo, dado que se financia en forma significativa mediante emisiones de deuda en el mercado de capitales local. Finalmente, se consideró los beneficios de pertenecer al grupo Tarjetas Regionales, propiedad de Banco de Galicia y Buenos Aires SA, calificado en AA(arg) y A1+(arg) para el endeudamiento de largo y corto plazo respectivamente.

Categoría AA(arg): Implica una muy sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. El riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de los emisores o emisiones mejor calificados dentro del país.

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.

Nuestro análisis de la entidad se basa en los estados contables auditados por Price Waterhouse & Co. S.R.L. al 31.12.16, cuyo dictamen establece que los estados contables a dicha fecha demuestran razonablemente, en todos sus aspectos significativos, la situación financiera de Tarjeta Naranja S.A. al 31 de diciembre de 2016, su resultado integral y los flujos de efectivo por el ejercicio finalizado en esa fecha, de conformidad con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

Asimismo, se consideraron los estados contables con revisión limitada, auditados por Price Waterhouse & Co. S.R.L. al 30.06.17, en cuyo dictamen concluyen que nada les ha llamado la atención que les hiciera pensar que los estados financieros condensados intermedios de la entidad, no estén preparados, en todos sus aspectos significativos, de conformidad con la Norma Internacional de Contabilidad.

(*) Siempre que se confirma una calificación, la calificación anterior es igual a la del presente dictamen.

De acuerdo a la normativa de la Comisión Nacional de Valores, los estados contables de TN fueron confeccionados de acuerdo a las NIIF desde el 1/1/2011.

Fuentes de información

La información suministrada para el análisis se considera adecuada y suficiente.

Se consideró la siguiente información de carácter privado:

- Suplemento de Precio Preliminar suministrado por el emisor el día 31.10.17.

Adicionalmente se consideró la siguiente información de carácter público:

- Balance General Auditado (último 31.12.16), disponible en www.cnv.gob.ar.
- Estados contables trimestrales auditados (último 30.06.2017), disponible en www.cnv.gob.ar.

Anexo III

Características de las emisiones

Obligaciones Negociables Clase XXXVIII por un valor nominal de \$500 millones ampliable por un monto máximo de hasta 1.000 millones

Las ON Clase XXXVIII serán por un valor nominal de \$500 millones, ampliable por un monto máximo de hasta 1.000 millones.

Las ON serán por un valor nominal de referencia de \$ 200 millones a tasa variable, que será igual a la tasa TM20 más un margen que se determinará una vez finalizado el Período de Subasta Pública y con vencimiento a los 18 meses de la fecha de emisión. El Emisor podrá establecer una tasa mínima a ser aplicable en relación con uno o más Períodos de Intereses, según se determine en el Aviso de Suscripción. La Tasa de Interés Mínima podrá ser informada al público inversor en un aviso complementario al Aviso de Suscripción. En tanto, el 100% del valor nominal será pagadero en una sola cuota a la fecha de vencimiento y los intereses serán pagaderos de forma trimestral.

Glosario

ROE: Retorno sobre Patrimonio Neto

ROA: Retorno sobre Activo

Capital Ajustado: Es el Patrimonio Neto (incluido participaciones de terceros en sociedades controladas) de la entidad al que se le deducen intangibles; impuestos diferidos; activos netos en compañías de seguro; y certificados de participación en fideicomisos.

Year-to-date: Tasa de crecimiento porcentual a la fecha de análisis respecto del último cierre fiscal.

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 calificadora–, ha recibido los 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:

[HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://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](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA 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 SCR S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO 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.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos los 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 de 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 independientes 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. se basa en relación con una calificación será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR 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 afirmó 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 no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente como ser riesgo de precio o de mercado, FIX SCR S.A. no está comprometido 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, 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. FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones 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. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 1.000 y USD 200.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de cualquier jurisdicción, incluyendo, no de modo excluyente, las leyes del mercado de títulos y valores de Estados Unidos de América y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y 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.