

Tarjeta Naranja S.A.

Informe Integral

Calificaciones

Nacional

Programa Global de ON	AA-(arg)
ON Clase XXXIV Serie II	AA-(arg)
ON Clase XXXV Serie II	AA-(arg)
ON Clase XXXVI Serie II	AA-(arg)
ON Clase XXXIX	AA-(arg)
ON Clase XL Serie I	AA-(arg)
ON Clase XL Serie II	AA-(arg)
ON Clase XLI Serie I	A1(arg)
ON Clase XLI Serie II	AA-(arg)
ON Clase XLII	A1(arg)
ON Clase XLIII	AA-(arg)

Tarjetas Cuyanas

ON Clase XXV Serie II	AA-(arg)
ON Clase XXVI Serie II	AA-(arg)
ON Clase XXVII Serie II	AA-(arg)
ON Clase XXVIII Serie II	AA-(arg)

Perspectiva

Calificación Nacional de Largo Plazo: Estable

Resumen Financiero

Miles	31/03/2019	31/12/2018
Activos (USD)	1235.960	1037.585
Activos (Pesos)	53.582.935	52.081.634
Patrimonio Neto (Pesos)	11.430.519	10.206.552
Resultado Neto (Pesos)	19.593	-1.242.010
ROA (%)	0,15	-2,38
ROE (%)	0,73	-12,17
PN / Activos (%)	21,33	19,60

\$/US\$: a mar'19: 43.3533 y a dic'18: 37.8083
Balances en Moneda Homogénea con ajuste por inflación. Balance al 31.03.19 es trimestral y al 31.12.18 es anual.

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

Dario Logiodice
Director
(+5411) 5235 - 8100
dario.logiodice@fixscr.com

Responsable Del Sector

M. Fernanda Lopez
Senior Director
(+5411) 5235 - 8100
Mariafernanda.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., que tiene como accionista mayoritario a Grupo Financiero Galicia.

Factores relevantes de la calificación

Fuerte Franquicia: TN era a mar'19 el principal emisor de tarjetas de créditos de Argentina con aproximadamente 9 millones de tarjetas habilitadas y es la marca líder en el interior del país. En agosto'17 absorbió a Tarjetas Cuyanas S.A. (TC), propietaria de Tarjeta Nevada, con presencia en 15 provincias, lo cual incrementó la escala y la eficiencia de la entidad.

Buen desempeño histórico pese a deterioro reciente: TN detenta una sólida capacidad de generación de ingresos. No obstante durante el ejercicio 2018 la utilidad neta, luego del ajuste por inflación, fue negativa con un ROA puntual del -2.4%, mientras que en mar'19 evidenció una mejora con un ROA del 0.15%. La entidad se vio impactada por un fuerte incremento en el costo de fondeo, por mayores cargos por incobrabilidad y la reducción de aranceles a comercios. Adicionalmente, impactó en el resultado gastos extraordinarios producto de la fusión con Tarjetas Cuyanas S.A. y por la transformación digital de la compañía.

Aceptable calidad de activos pese a mayor irregularidad: A mar'19, la irregularidad de TN era del 9.9%, evidenciando un incremento en los niveles de morosidad (6.2% a mar'18) en línea con el deterioro macroeconómico y el incremento de la mora en el segmento. No obstante, TN presenta buenos niveles de cobertura con provisiones (108.9% a dic'18). FIX estima que la calidad de la cartera se mantenga en niveles razonables, de la mano de su buena gestión del riesgo.

Buena capitalización: TN muestra buenos niveles de solvencia. A mar'19 el PN representaba el 21.3% del activo, mientras que el ratio de capital tangible/activos tangibles alcanzaba el 19.5%. El impacto en la capitalización por la menor generación interna de capital se vio contrarrestado por el menor crecimiento de las financiaciones. TN tiene la política de capitalizar al menos el 75% de las utilidades lo que contribuye a la generación interna de capital.

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. Por su parte, la liquidez de la entidad se nutre del corto plazo de los créditos en cartera.

Sensibilidad de la calificación

Calidad de cartera y Fondeo: 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. En tanto, 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 su controlante.

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.

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 Grupo Financiero Galicia.

En agosto'17 TN inició el proceso de fusión por absorción de Tarjetas Cuyanas S.A. (TC), propietaria de Tarjeta Nevada, con presencia en 15 provincias. A dic'17 dicho proceso se encontraba finalizado incrementando la base de clientes y de cuentas activas de la entidad.

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 270.000 comercios adheridos y a préstamos personales. Además de su propia tarjeta, TN emite la Tarjeta Naranja VISA, la Tarjeta Naranja Mastercard y Tarjeta Naranja American Express.

Al 31.03.19 tenía más de 3.3 millones de cuentas de tarjetas de crédito y cerca de 9 millones de tarjetas habilitadas. Opera en las 23 provincias y en CABA a través de una red de 187 sucursales y 44 receptorías, además de los comercios adheridos, y cuenta con más de 3,200 colaboradores. 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

Como resultado de la suba de tasas decidida por la Reserva Federal en el segundo trimestre de 2018, los grandes inversores institucionales reestructuraron sus carteras con mayor ponderación de los bonos de los Estados Unidos, en virtud del mayor rendimiento de los mismos, en detrimento de otros activos más riesgosos. Esto produjo una devaluación de la moneda doméstica en los países de la región, que se acentuó en Argentina debido a la creciente necesidad del gobierno nacional de acudir al mercado de capitales –nacional e internacional- a fin de financiar la brecha del gasto no cubierta con ingresos genuinos.

Para revertir esta situación, el Banco Central debió aumentar la tasa de política monetaria para contener las expectativas de inflación, con los consecuentes efectos negativos sobre el crédito y la mora. Así, a partir de mayo 2018 las tasas nominales activas reconocieron como piso el nivel del instrumento de política monetaria, lo cual produjo una desaceleración de la tasa de crecimiento del crédito al sector privado, así como un incremento de la mora, especialmente

en el segmento de consumo, en un escenario de paritarias aún en proceso de renegociación o reapertura.

En el tercer trimestre de 2018 la inflación se aceleró fuertemente, alcanzando el 6.5% mensual en septiembre, debido básicamente a la depreciación del peso, que generó mayor incertidumbre e impactó sobre las expectativas de inflación. En este contexto, a fin de retomar el sendero de desinflación, el Banco Central decidió abandonar el esquema de metas de inflación y reemplazarlo a partir del 1° de octubre por el compromiso de crecimiento mensual nominal cero de la base monetaria hasta junio de 2019, ajustada con la estacionalidad de diciembre y junio, complementado con la definición de zonas de intervención y no intervención cambiaria para el tipo de cambio.

Asimismo, a efectos de satisfacer las necesidades de financiamiento protegiéndose de las volatilidades de los mercados, el gobierno nacional obtuvo del Fondo Monetario Internacional un Acuerdo Stand-By por 36 meses por un monto aproximado de USD 56.500. Como contrapartida, asumió el compromiso de acelerar el proceso de reformas estructurales que permitan la reducción del déficit primario alcanzando el equilibrio al cierre del ejercicio 2019.

Durante los últimos meses se produjo un gradual incremento de la cartera irregular, que alcanzó al 4% del total de financiaciones a marzo 2019, desde 2% el año previo, en un escenario de disminución del crédito al sector privado y aumento de la mora. Si bien los niveles actuales siguen siendo moderados, su cobertura con provisiones podría no ser suficiente en algunas entidades, especialmente cuando el deterioro se produzca en la cartera comercial. Si bien en marzo 2019 el crédito al sector privado registró un leve aumento en términos nominales respecto del mes anterior, la tasa de crecimiento de los mismos resultó inferior a la variación mensual del IPC. Para los próximos meses, FIX espera que la demanda de crédito del sector privado continúe disminuyendo y la morosidad de la cartera mantenga su tendencia creciente.

A efectos de reforzar el sesgo contractivo de la política monetaria, en marzo 2019 el Banco Central prorrogó hasta fin de 2019 el objetivo de crecimiento de la Base Monetaria de 0%, en tanto que a fines de abril decidió eliminar la “zona de no intervención cambiaria” e incrementar el monto máximo de venta diaria estipulado para la “zona de intervención”, con el objeto de reducir la volatilidad del tipo de cambio. En este sentido, se estableció que, en todos los casos, el monto de pesos resultante de las ventas será descontado de la meta de base monetaria. Desde el inicio, el Banco Central cumplió su objetivo de Base Monetaria, absorbiendo pesos por encima de lo requerido para alcanzar la meta.

En un contexto de contracción de la economía y alteraciones de la cadena de pagos, algunas empresas se han presentado en convocatoria de acreedores en tanto que otras se encuentran negociando mejores condiciones para poder honrar el pago de sus compromisos, lo cual podría tener algún impacto en las carteras de los bancos en los próximos meses.

El sistema se encuentra en general muy líquido y rentable. Las entidades, en general, aumentaron su posición en activos líquidos de alto retorno, como las Letras de Liquidez del Banco Central (Leliqs, que además utilizan para integrar los encajes) disminuyendo su exposición al riesgo de crédito, lo cual les ha permitido afrontar el fuerte aumento del costo de fondeo y los crecientes cargos por incobrabilidad manteniendo buenos márgenes de rentabilidad.

En un año electoral y en un escenario de alta volatilidad de las variables macroeconómicas y financieras, se prevé que en los próximos meses continúe la contracción de la demanda de crédito, el menor apetito de riesgo de las entidades y la mayor participación relativa de los activos líquidos en sus estados financieros. Hacia fines de 2019, una vez definido el escenario político, debería comenzar a producirse un gradual reacomodamiento de las variables. El logro

de la meta de equilibrio fiscal primario para 2019 podría reducir el actual nivel de incertidumbre –que se refleja en la volatilidad del tipo de cambio- y disminuir tanto las expectativas como las tasas de inflación en los meses siguientes.

Desempeño de la entidad

Desempeño histórico

(%)	Mar'19*	Mar'18	2018*	2017*
Ingresos Netos por Intereses/ Activos Rentables Prom.	22.71	19.65	22.45	18.52
Gastos de Administración / Total de Ingresos	54.31	54.00	61.65	56.32
Cargos por Incobrabilidad / Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad	57.30	34.70	53.46	25.83
Resultado Operativo / Activos Prom.	8.24	10.51	7.14	11.56
Resultado operativo / Patrimonio Neto Prom.	40.24	46.71	36.43	50.81

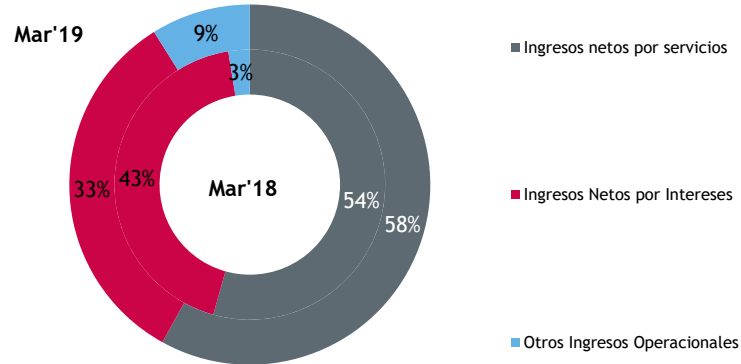
Fuente: Tarjeta Naranja S.A. * En moneda homogénea.

TN detenta una sólida capacidad de generación de ingresos. No obstante durante el ejercicio 2018 la utilidad neta, luego del ajuste por inflación, fue negativa con un ROA puntual del -2.4%, mientras que en mar'19 mejoró evidenciando un ROA del 0.15%. La entidad se vio impactada por un fuerte incremento en el costo de fondeo (+90.1% i.a.), por mayores cargos por incobrabilidad (+42.2%) y la reducción de aranceles a comercios que implicó menores ingresos netos por servicios (-12.1% i.a.). Adicionalmente, impactó en el resultado gastos extraordinarios producto de la fusión con Tarjetas Cuyanas S.A. durante 2018 y por la transformación digital de la compañía, aunque se destaca el fuerte control de los gastos de la entidad (gastos de personal -25% i.a. a mar'19 y gastos totales de administración -14%).

El fuerte estrés de las principales variables macroeconómicas y financieras evidenciado a partir de mayo de 2018 derivó en un incremento en la tasa de interés y consecuentemente en el costo de fondeo de la entidad e impactó negativamente en la morosidad. FIX monitoreará la evolución aunque destaca el fuerte track record en la generación de resultados por la compañía apalancado en su gran volumen de cartera, adecuado control de los gastos y prudente administración de los riesgos.

Ingresos operativos

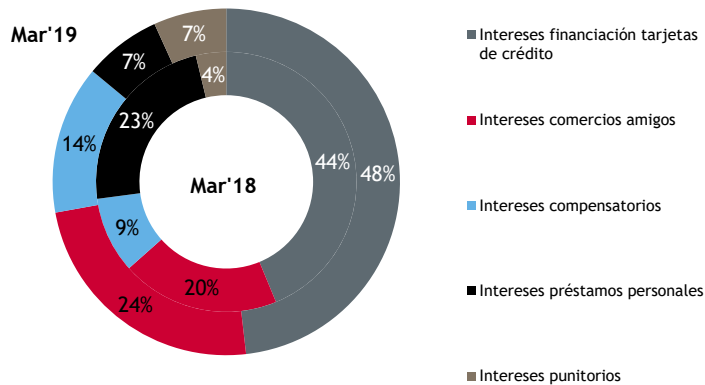
Gráfico #1: Desagregación de ingresos Operativos (Mar'19 vs Mar'18)



Fuente: Tarjeta Naranja S.A.

La principal fuente de ingresos a mar'19 correspondían a los ingresos netos por comisiones que representaba el 58% de los ingresos operativos, seguido por los ingresos netos por intereses (considerando el ajuste por inflación) y en menor medida por otros ingresos operacionales vinculados a inversiones transitorias por un 9%. Se destaca la caída en la participación de los ingresos por intereses, explicado en parte por la disminución de los préstamos personales y por el mayor impacto del ajuste por inflación (contabilizado neteado en el estado de resultados de los ingresos por financiación). Adicionalmente, el incremento en la ponderación de las inversiones transitorias responde a la mayor liquidez que presenta la compañía, dada la actual situación y por los mayores rendimientos de dichas inversiones.

Gráfico #2: Desagregación de ingresos por Intereses (Mar'19 vs Mar'18)

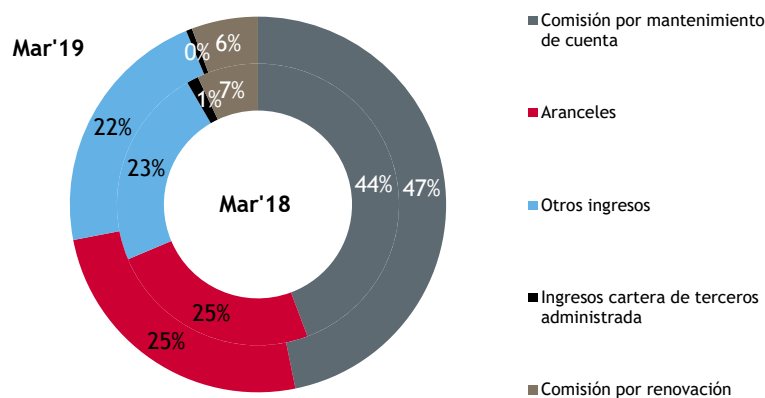


Fuente: Tarjeta Naranja S.A.

En el último año los ingresos por intereses evidenciaron un fuerte cambio en su composición. Si bien los intereses por financiación de tarjetas de crédito y de comercios amigos continúan siendo los más representativos con un incremento interanual a mar'19 del 16% y 28.5% respectivamente, los intereses por préstamos personales evidenciaron una fuerte caída (-67.5% i.a.) luego de que la entidad prácticamente discontinuara los mismos ante las mayores restricciones y el incremento en el costo de fondeo. Por su parte, los intereses compensatorios y punitorios incrementaron su participación ante el incremento de la mora de la entidad.

En tanto, del lado de los egresos, a marzo'19 se destaca las mayores erogaciones por intereses de obligaciones negociables (+79.6% i.a.) que representan la mayor parte de los egresos por financiación (88.8%) y por intereses bancarios pagados (+310.4% i.a.).

Gráfico #3: Desagregación de ingresos por servicios (Mar'19 vs Mar'18)



Fuente: Tarjeta Naranja S.A.

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

A mar'19, los primeros continúan incrementando su participación dentro de los ingresos por comisiones, pese a registrar una disminución interanual del 9.8%. En sentido contrario, los aranceles a la fecha de análisis perdieron participación, evidenciado también una caída del 11.8%.

Los menores ingresos por aranceles se encuentran vinculados en parte por el cronograma de reducción de aranceles máximos a comercios, el cual se redujo en 2017 de 3% a 2.5%, a 2.35% en 2018 y a 2.15% a partir de enero de 2019 y se reduciría en 2020 a 2% y en 2021 a 1.8%. Dicha reducción de aranceles podría implicar una reducción en los resultados de la compañía. No obstante, se espera que dicha reducción sea parcialmente compensados a través de menores egresos por comisiones pagadas en promociones y por otros ingresos por comisiones.

En tanto, se destaca la incorporación de nuevos servicios como Naranja Viajes, Naranja Pos y Naranja Seguros como fuentes adicionales de comisiones a futuro.

Por su parte, los egresos por servicios se redujeron en un 30.7% a marzo'19 desde un año atrás.

En tanto, respecto a los costos, los gastos de administración totales disminuyeron en el período un 14%, mientras que los gastos en personal lo hicieron en un 25%.

La compañía continúa manteniendo adecuados niveles de eficiencia considerando el tipo de actividad que desarrolla. El ratio gastos/ingresos se ubicó a mar'19 en 54.3% y el ratio gastos/activos en 22.9% (54.0% y 18.9% respectivamente a dic'17). En tanto, los gastos de personal representaban el 9.1% de los activos rentables, nivel considerado bueno.

Se destaca que el ingreso neto por servicios cubría el 89.7% de los gastos de administración a mar'19, nivel considerado satisfactorio. Hacia delante se espera que la entidad continúe presentando adecuados niveles de eficiencia, dada su política de control de gastos y buena capacidad de generación de resultados, aunque los actuales niveles inflacionarios y el mayor costo financiero ejercen presión sobre los mismos.

Los cargos por incobrabilidad se incrementaron un 42.2% en el último año, y representaban el 12.1% de las financiaciones promedio y el 57.3% del resultado operativo antes de provisiones a mar'19 (8.9% y 53.3% respectivamente a dic'18), aunque se consideran razonables teniendo en cuenta la adecuada cobertura con provisiones de la cartera (107.3% sobre préstamos irregulares a mar'19).

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

(%)	Mar'19*	Mar'18	2018*	2017*
Crecimiento de Préstamos Brutos (Ytd*)	1.23	(25.11)	(5.56)	120.10
Préstamos Irregulares / Préstamos Brutos	9.91	6.23	7.76	5.77
Previsiones / Préstamos Brutos	10.63	7.49	8.45	10.24
Préstamos Irregulares Netos de Provisiones / Patrimonio Neto	(3.08)	(5.50)	(3.23)	(12.50)
Cargos por Incob. / Préstamos Brutos Prom.	12.13	5.87	8.87	4.28

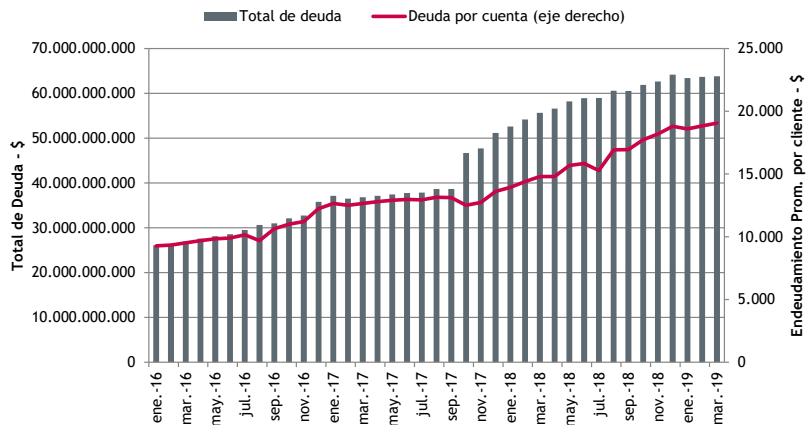
*Ytd: Year-to-date

Fuente: Tarjeta Naranja S.A. * En moneda homogénea.

La cartera de préstamos de consumo es el principal activo de la compañía y representa –neta de provisiones– el 80.8% del total a mar'19. El volumen de actividad de TN se vio limitado en el último año, en línea con la mayoría de las entidades financieras no bancarias, dado el deterioro de la situación macroeconómica, y el fuerte incremento en el costo de fondeo producto del alza en la tasa de interés.

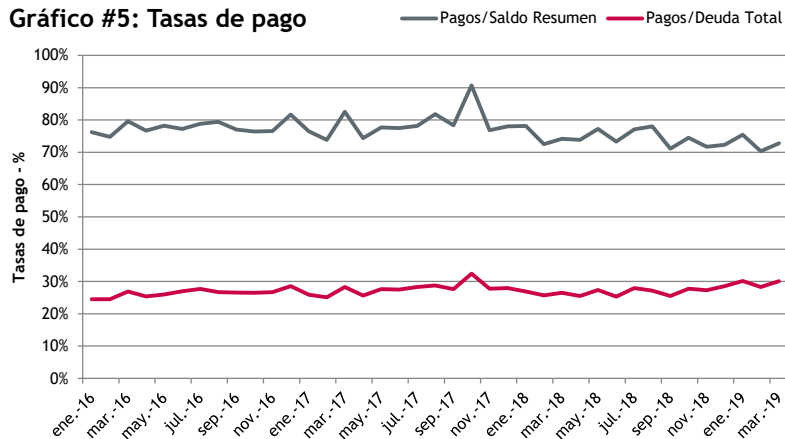
Al 31.03.19 tenía más de 3.3 millones de cuentas de tarjetas de crédito y cerca de 9 millones de tarjetas habilitadas.

Gráfico #4: Evolución de financiaci3nes 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 financiaci3nes otorgadas por la compaa corresponde a una opci3n 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 compaa, la cartera no cuenta con garantías, la concentraci3n por deudor es muy reducida y evidencia con una muy buena diversificaci3n geográfica con fuerte presencia en el interior.

TN presenta una aceptable calidad de activos para el segmento objetivo de la entidad, pese al deterioro observado en el último año. A mar'19, la irregularidad de TN era del 9.9%, evidenciando un incremento en los niveles de morosidad (6.2% a mar'18). Ademas, como se

observa en el gráfico #5, las tasas de pago vienen disminuyendo, por lo que FIX monitoreará la evolución.

Parte del incremento de la morosidad de la entidad se explica por la absorción de Tarjetas Cuyanas, dado que los créditos de esta última evidenciaban una morosidad más elevada en función del mayor riesgo relativo de los mismos. No obstante, el deterioro de las variables macroeconómicas, en conjunto con un menor crecimiento de las financiaciones son los principales fundamentos del incremento de la mora en la cartera.

En tanto, la cobertura con provisiones era buena, representando el 107.3% de los préstamos irregulares y el 10.6% de las financiaciones.

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 obligatorios.

FIX estima que la calidad de la cartera podría seguir deteriorándose producto del fuerte deterioro del escenario macro, con una caída en el salario real aunque espera que se mantenga en niveles aceptables 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

El riesgo de tasa es atenuado en parte, por el corto plazo generalizado de sus activos y pasivos. A mar'19, el 68.1% de los créditos tenía un vencimiento inferior a los 90 días. En tanto, a la misma fecha, el 42.1% de los pasivos financieros de TN corresponde a cuentas a pagar a comercios y a deudas bancarias y financieras con vencimiento inferior a los 90 días.

Por su parte, dentro de los pasivos financieros, el 67.8% de las financiaciones eran a tasa variable y un 25% de créditos a tasa fija (7.2% no devengan interés).

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. Adicionalmente, la tasa activa máxima se encuentra regulada (89.2% a mar'19).

Fuentes de fondos y capital

Fondeo y Liquidez

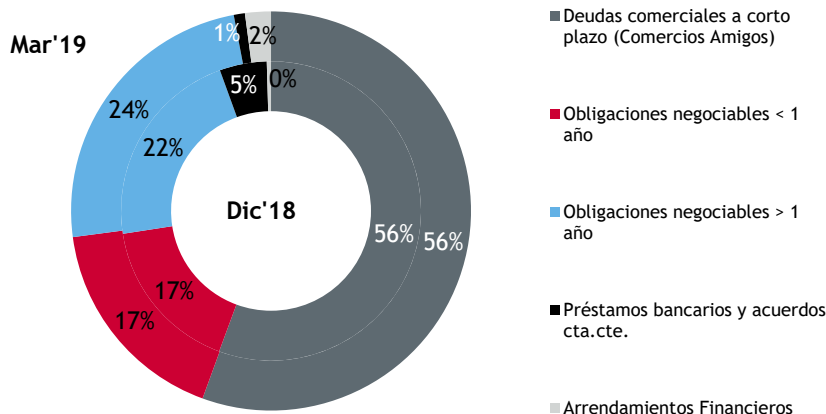
El principal pasivo de TN son las cuentas a pagar a los comercios adheridos a la compañía (53.9%). El fondeo de sus activos se realiza además a través de la emisión de obligaciones negociables (al 31.03.19 el monto vigente era de \$ 16,396.2 millones, de los cuales el 58.2% tenía vencimientos a más de un año).

La entidad desde diciembre de 2018 redujo la deuda de corto plazo (ONs y préstamos bancarios, incluyendo adelantos en cuenta corriente, con vencimiento menor a un año) en un 24% y se espera que la compañía continúe reduciendo la deuda en los meses subsiguientes.

A la fecha de análisis, la exposición a préstamos bancarios y a acuerdos en cuenta corriente alcanzaban sólo el 0.9% del fondeo con una fuerte disminución respecto a fines de 2018 cuando representaba el 5.1%.

Asimismo, la securitización de cartera es una importante fuente de fondos potencial para la compañía, aunque no realizó emisiones desde dic'08. Por su parte, la entidad a marzo'19 realizó cesiones de cartera por un valor de \$399.2 millones.

Gráfico #6: Fondeo (Mar'19 vs Dic'18)



Fuente: Tarjeta Naranja S.A.

La liquidez de la compañía es adecuada. A mar'19, los activos corrientes representaban 1.53 veces sus pasivos corrientes y su cartera de financiaciones es de muy corto plazo. En tanto, a la misma fecha, las disponibilidades y los créditos a vencer en los próximos tres meses cubrirían el 158.5% de los vencimientos (cuentas a pagar y deudas financieras) a igual plazo.

Dada la elevada participación de las obligaciones negociables como fuente de fondeo de la entidad, de continuar la fuerte restricción en el acceso al mercado de capitales, implicaría un incremento en el riesgo de liquidez de la misma, aunque se destaca que la mayoría de las deudas financieras superan el año disminuyendo las necesidades de refinanciación de pasivos de corto plazo.

La entidad posee un monto cercano a \$7.200 millones de deuda financiera de corto plazo, a lo que debe sumarse los intereses. El flujo de la entidad implica entre amortizaciones de capital y de intereses una erogación estimada para los restantes 9 meses del 2019 cercano a los \$10.700 millones. FIX estima que TN podría estar realizando una nueva emisión, de darse las condiciones de mercado, para fin de año, considerando el flujo proyectado. No obstante, se destaca la buena posición de liquidez actual de la entidad cercana a los \$6.000 millones y que la generación de resultado operativo de la entidad contribuiría al repago dado el bajo crecimiento esperado de la cartera.

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.

TN administra la liquidez principalmente a través de su política de mantener activos líquidos que cubran los compromisos financieros de los próximos tres a cuatro meses.

Capital

Capitalización

(%)	Mar'19*	Mar'18	2018*	2017*
Capital Tangible / Activos Tangibles	19.52	20.35	17.83	21.10
Patrimonio Neto/Activos	21.33	22.15	19.60	22.76
Resultado Neto - Dividendos pagados / Total del Patrimonio Neto	0.70	39.21	(12.17)	12.36

Fuente: Tarjeta Naranja S.A. * En moneda homogénea.

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

A mar'19 el ratio de PN/Activos era del 21.3%, mientras que el ratio de capital tangible/ activos tangibles alcanzaba el 19.5%, niveles que se consideran adecuados, y evidencian una leve mejora respecto al cierre de 2018, principalmente por el bajo crecimiento de los activos. FIX estima que la capitalización de TN se mantenga en buenos niveles, dada su buena capacidad de generación de ingresos, el fuerte control que viene realizando sobre los gastos, el bajo crecimiento esperado de los activos en lo que resta del año y la conservadora política de dividendos.

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

Tarjeta Naranja S.A. Estado de Resultados

	31 mar 2019 ^(*)		31 dic 2018 ^(*)		31 mar 2018		31 dic 2017		31 dic 2016	
	3 meses	Como % de	Anual	Como % de	3 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	4.467.137,0	41,25	15.801.536,0	36,05	2.679.850,0	30,33	12.009.529,0	25,29	5.017.652,0	23,03
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	4.467.137,0	41,25	15.801.536,0	36,05	2.679.850,0	30,33	12.009.529,0	25,29	5.017.652,0	23,03
5. Intereses por depósitos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
6. Otros Intereses Pagados	2.026.653,0	18,71	5.961.539,0	13,60	673.589,0	7,62	3.215.108,0	6,77	1.477.062,0	6,78
7. Total Intereses Pagados	2.026.653,0	18,71	5.961.539,0	13,60	673.589,0	7,62	3.215.108,0	6,77	1.477.062,0	6,78
8. Ingresos Netos por Intereses	2.440.484,0	22,54	9.839.997,0	22,45	2.006.261,0	22,71	8.794.421,0	18,52	3.540.590,0	16,25
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	2.680.389,0	24,75	10.247.334,0	23,38	1.926.151,0	21,80	10.096.000,0	21,26	4.302.410,0	19,75
14. Otros Ingresos Operacionales	382.030,0	3,53	681.490,0	1,55	84.296,0	0,95	319.431,0	0,67	-128.487,0	-0,59
15. Ingresos Operativos (excl. intereses)	3.062.419,0	28,28	10.928.824,0	24,93	2.010.447,0	22,76	10.415.431,0	21,93	4.173.923,0	19,16
16. Gastos de Personal	987.851,0	9,12	4.774.991,0	10,89	830.611,0	9,40	4.337.059,0	9,13	2.055.369,0	9,43
17. Otros Gastos Administrativos	2.000.790,0	18,48	8.028.742,0	18,32	1.338.526,0	15,15	6.481.005,0	13,65	2.702.384,0	12,40
18. Total Gastos de Administración	2.988.641,0	27,60	12.803.733,0	29,21	2.169.137,0	24,55	10.818.064,0	22,78	4.757.753,0	21,83
19. Resultado por participaciones - Operativos	-366,0	0,00	450,0	0,00	9,0	0,00	4.252,0	0,01	2.343,0	0,01
20. Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad	2.513.896,0	23,21	7.965.538,0	18,17	1.847.580,0	20,91	8.396.040,0	17,68	2.959.103,0	13,58
21. Cargos por Incobrabilidad	1.440.461,0	13,30	4.247.573,0	9,69	641.186,0	7,26	2.168.679,0	4,57	752.628,0	3,45
22. Cargos por Otras Previsiones	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
23. Resultado Operativo	1.073.435,0	9,91	3.717.965,0	8,48	1.206.394,0	13,65	6.227.361,0	13,11	2.206.475,0	10,13
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	-885.425,0	-8,18	-3.408.607,0	-7,78	n.a.	-	-1.687.980,0	-3,55	n.a.	-
29. Resultado Antes de Impuestos	188.010,0	1,74	309.358,0	0,71	1.206.394,0	13,65	4.539.381,0	9,56	2.206.475,0	10,13
30. Impuesto a las Ganancias	168.417,0	1,56	1.551.368,0	3,54	366.186,0	4,14	2.424.839,0	5,11	761.389,0	3,49
31. Ganancia/Pérdida de Operaciones discontinuadas	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
32. Resultado Neto	19.593,0	0,18	(1.242.010,0)	(2,83)	840.208,0	9,51	2.114.542,0	4,45	1.445.086,0	6,63
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.	-	n.a.	-
36. Otros Ajustes de Resultados	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
37. Resultado Neto Ajustado por FIX SCR	19.593,0	0,18	(1.242.010,0)	(2,83)	840.208,0	9,51	2.114.542,0	4,45	1.445.086,0	6,63
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	19.593,0	0,18	-1.242.010,0	-2,83	840.208,0	9,51	2.114.542,0	4,45	1.445.086,0	6,63
40. Memo: Dividendos relacionados al período	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	600.000,0	1,26	360.000,0	1,65
41. Memo: Dividendos de Acciones Preferidas del Período	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-

(*) Estados Financieros a Moneda Homogénea

Tarjeta Naranja S.A. Estado de Situación Patrimonial

	31 mar 2019(*)		31 dic 2018(*)		31 mar 2018		31 dic 2017		31 dic 2016	
	3 meses ARS miles Original	Como % de Activos	Anual ARS miles Original	Como % de Activos	3 meses ARS miles Original	Como % de Activos	Anual ARS miles Original	Como % de Activos	Anual ARS miles Original	Como % de Activos
Activos										
A. Préstamos										
1. Préstamos Hipotecarios	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
2. Otros Préstamos Hipotecarios	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
3. Préstamos de Consumo	48.464.495,0	90,45	47.874.902,0	91,92	37.961.016,0	96,77	50.690.929,0	94,14	23.030.684,0	92,13
4. Préstamos Comerciales	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
5. Otros Préstamos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
6. Provisiones por riesgo de incobrabilidad	5.152.728,0	9,62	4.045.016,0	7,77	2.844.467,0	7,25	3.514.190,0	6,53	1.251.640,0	5,01
7. Préstamos Netos de Provisiones	43.311.767,0	80,83	43.829.886,0	84,16	35.116.549,0	89,52	47.176.739,0	87,61	21.779.044,0	87,12
8. Préstamos Brutos	48.464.495,0	90,45	47.874.902,0	91,92	37.961.016,0	96,77	50.690.929,0	94,14	23.030.684,0	92,13
9. Memo: Financiaciones en Situación Irregular	4.801.147,0	8,96	3.715.027,0	7,13	2.366.796,0	6,03	1.982.181,0	3,68	1.109.572,0	4,44
10. Memo: Préstamos a Valor Razonable	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
B. Otros Activos Rentables										
1. Depósitos en Bancos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
2. Operaciones de Pase y Colaterales en Efectivo	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
3. Títulos Valores para Compraventa o Intermediación	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
4. Derivados	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
4. Títulos Valores disponibles para la venta	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
5. Títulos registrados a costo más rendimiento	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
6. Inversiones en Sociedades	6.274,0	0,01	2.118,0	0,00	1.783,0	0,00	2.619,0	0,00	10.673,0	0,04
7. Otras inversiones	n.a.	-	n.a.	-	221.867,0	0,57	306.060,0	0,57	n.a.	-
8. Total de Títulos Valores	6.274,0	0,01	2.118,0	0,00	223.650,0	0,57	308.679,0	0,57	10.673,0	0,04
9. Memo: Títulos Públicos incluidos anteriormente	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
10. Memo: Total de Títulos Comprometidos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
11. Inversiones en inmuebles	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
12. Activos en Compañías de Seguros	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
13. Otros Activos por Intermediación Financiera	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
13. Activos Rentables Totales	43.318.041,0	80,84	43.832.004,0	84,16	35.340.199,0	90,09	47.485.418,0	88,18	21.789.717,0	87,17
C. Activos No Rentables										
1. Disponibilidades	6.015.658,0	11,23	5.054.682,0	9,71	2.083.716,0	5,31	3.169.472,0	5,89	1.831.127,0	7,33
2. Memo: Exigencia de efectivo mínimo en ítem anterior	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
3. Bienes Diversos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
4. Bienes de Uso	2.698.061,0	5,04	1.805.166,0	3,47	677.263,0	1,73	1.721.986,0	3,20	566.500,0	2,27
5. Llave de Negocio	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
6. Otros Activos Intangibles	695.381,0	1,30	611.983,0	1,18	277.269,0	0,71	502.983,0	0,93	143.947,0	0,58
7. Créditos Impositivos Corrientes	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
8. Impuestos Diferidos	510.821,0	0,95	506.397,0	0,97	612.667,0	1,56	628.242,0	1,17	317.297,0	1,27
9. Operaciones Discontinuas	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
10. Otros Activos	344.973,0	0,64	271.402,0	0,52	238.224,0	0,61	340.461,0	0,63	349.289,0	1,40
11. Total de Activos	53.582.935,0	100,00	52.081.634,0	100,00	39.229.338,0	100,00	53.848.562,0	100,00	24.997.877,0	100,00
Pasivos y Patrimonio Neto										
D. Pasivos Onerosos										
1. Cuenta Corriente	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
2. Caja de Ahorro	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
3. Plazo Fijo	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
4. Total de Depósitos de clientes	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
5. Préstamos de Entidades Financieras	636.744,0	1,19	1.990.094,0	3,82	1.122.878,0	2,86	242.340,0	0,45	1.805.241,0	7,22
6. Operaciones de Pase y Colaterales en Efectivo	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
7. Otros Depósitos y Fondos de Corto Plazo	29.563.638,0	55,17	29.372.423,0	56,40	17.803.028,0	45,38	25.525.923,0	47,40	14.427.273,0	57,71
8. Total de Depósitos, Préstamos a Entidades Financieras y Fondos	30.200.382,0	56,36	31.362.517,0	60,22	18.925.906,0	48,24	25.768.263,0	47,85	16.232.514,0	64,94
9. Pasivos Financieros de Largo Plazo	9.536.000,0	17,80	8.447.562,0	16,22	9.317.392,0	23,75	12.633.168,0	23,46	2.675.874,0	10,70
10. Deuda Subordinada	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
11. Otras Fuentes de Fondos	546.400,0	1,02	144.633,0	0,28	162.049,0	0,41	247.830,0	0,46	191.149,0	0,76
12. Total de Fondos de Largo Plazo	10.082.400,0	18,82	8.592.195,0	16,50	9.479.441,0	24,16	12.880.998,0	23,92	2.867.023,0	11,47
12. Derivados	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
14. Otros Pasivos por Intermediación Financiera	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
15. Total de Pasivos Onerosos	40.282.782,0	75,18	39.954.712,0	76,72	28.405.347,0	72,41	38.649.261,0	71,77	19.099.537,0	76,40
E. Pasivos No Onerosos										
1. Deuda valuada a Fair Value	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
2. Provisiones por riesgo de incobrabilidad	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
3. Otras Provisiones	327.651,0	0,61	64.997,0	0,12	54.025,0	0,14	71.589,0	0,13	38.806,0	0,16
4. Pasivos Impositivos corrientes	909.473,0	1,70	1.022.785,0	1,96	1.543.122,0	3,93	1.994.312,0	3,70	734.354,0	2,94
5. Impuestos Diferidos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
6. Otros Pasivos Diferidos	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
7. Operaciones Discontinuas	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
8. Pasivos por Seguros	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
9. Otros Pasivos no onerosos	632.510,0	1,18	832.588,0	1,60	535.825,0	1,37	876.413,0	1,63	443.749,0	1,78
10. Total de Pasivos	42.152.416,0	78,67	41.875.082,0	80,40	30.538.319,0	77,85	41.591.575,0	77,24	20.316.446,0	81,27
F. Capital Híbrido										
1. Acciones Preferidas y Capital Híbrido contabilizado como deuda	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
2. Acciones Preferidas y Capital Híbrido contabilizado como Patrimonio	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
G. Patrimonio Neto										
1. Patrimonio Neto	11.430.519,0	21,33	10.206.552,0	19,60	8.691.019,0	22,15	12.256.987,0	22,76	4.681.431,0	18,73
2. Participación de Terceros	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
3. Reservas por valuación de Títulos Valores	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
4. Reservas por corrección de tipo de cambio	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
5. Diferencias de valuación no realizada y Otros	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-	n.a.	-
6. Total del Patrimonio Neto	11.430.519,0	21,33	10.206.552,0	19,60	8.691.019,0	22,15	12.256.987,0	22,76	4.681.431,0	18,73
7. Total de Pasivos y Patrimonio Neto	53.582.935,0	100,00	52.081.634,0	100,00	39.229.338,0	100,00	53.848.562,0	100,00	24.997.877,0	100,00
8. Memo: Capital Ajustado	10.224.317,0	19,08	9.088.172,0	17,45	7.801.083,0	19,89	11.125.762,0	20,66	4.220.187,0	16,88
9. Memo: Capital Elegible	10.224.317,0	19,08	9.088.172,0	17,45	7.801.083,0	19,89	11.125.762,0	20,66	4.220.187,0	16,88

(*) Estados Financieros a Moneda Homogénea

Tarjeta Naranja S.A.

Ratios

	31 mar 2019(*)	31 dic 2018 (*)	31 mar 2018	31 dic 2017	31 dic 2016
	3 meses	Anual	3 meses	Anual	Anual
A. Ratios de Rentabilidad - Intereses					
1. Intereses por Financiaciones / Préstamos brutos (Promedio)	37,09	33,01	24,18	23,69	25,80
2. Intereses Pagados por Depósitos/ Depósitos (Promedio)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3. Ingresos por Intereses/ Activos Rentables (Promedio)	41,58	36,05	26,24	25,29	27,07
4. Intereses Pagados/ Pasivos Onerosos (Promedio)	20,49	14,92	8,15	8,32	9,33
5. Ingresos Netos Por Intereses/ Activos Rentables (Promedio)	22,71	22,45	19,65	18,52	19,10
6. Ingresos Netos por Intereses menos Cargos por Incobrabilidad / Activos Rentables (Promedio)	9,31	12,76	13,37	13,95	15,04
7. Ingresos netos por Intereses menos Dividendos de Acciones Preferidas / Activos Rentables (Promedio)	22,71	22,45	19,65	18,52	19,10
B. Otros Ratios de Rentabilidad Operativa					
1. Ingresos no financieros / Total de Ingresos	55,65	52,62	50,05	54,22	54,10
2. Gastos de Administración / Total de Ingresos	54,31	61,65	54,00	56,32	61,67
3. Gastos de Administración / Activos (Promedio)	22,94	24,58	18,90	20,09	22,92
4. Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad / Patrimonio Neto (Promedio)	94,24	78,04	71,54	68,50	73,40
5. Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad / Activos (Promedio)	19,30	15,29	16,10	15,59	14,25
6. Cargos por Incobrabilidad / Resultado Operativo antes de Cargos por Incobrabilidad	57,30	53,32	34,70	25,83	25,43
7. Resultado Operativo / Patrimonio Neto (Promedio)	40,24	36,43	46,71	50,81	54,73
8. Resultado Operativo / Activos (Promedio)	8,24	7,14	10,51	11,56	10,63
9. Impuesto a las Ganancias / Resultado Antes de Impuestos	89,58	501,48	30,35	53,42	34,51
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)	0,73	(12,17)	32,53	17,25	35,84
2. Resultado Neto / Activos (Promedio)	0,15	(2,38)	7,32	3,93	6,96
3. Resultado Neto Ajustado / Patrimonio Neto (Promedio)	0,73	(12,17)	32,53	17,25	35,84
4. Resultado Neto Ajustado / Total de Activos Promedio	0,15	(2,38)	7,32	3,93	6,96
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	19,52	17,83	20,35	21,10	17,20
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	21,33	19,60	22,15	22,76	18,73
8. Dividendos Pagados y Declarados / Utilidad neta	n.a.	n.a.	n.a.	28,4	24,9
9. Dividendos Pagados y Declarados / Resultado Neto Ajustado por FIX SCR	n.a.	n.a.	n.a.	28,4	24,9
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	0,70	(12,17)	39,21	12,36	23,18
E. Ratios de Calidad de Activos					
1. Crecimiento del Total de Activos	2,88	(3,28)	(27,15)	115,41	37,58
2. Crecimiento de los Préstamos Brutos	1,23	(5,56)	(25,11)	120,10	38,85
3. Préstamos Irregulares / Total de Financiaciones	9,91	7,76	6,23	5,77	4,82
4. Previsiones / Total de Financiaciones	10,63	8,45	7,49	10,24	5,43
5. Previsiones / Préstamos Irregulares	107,32	108,88	120,18	177,29	112,80
6. Préstamos Irregulares Netos de Previsiones / Patrimonio Neto	(3,08)	(3,23)	(5,50)	(12,50)	(3,03)
7. Cargos por Incobrabilidad / Total de Financiaciones (Promedio)	12,13	8,87	5,87	4,28	3,87
8. Préstamos dados de baja en el período / Préstamos Brutos (Promedio)	n.a.	n.a.	1,13	0,67	(1,31)
9. Préstamos Irregulares + Bienes Diversos / Préstamos Brutos + Bienes Diversos	9,91	7,76	6,23	5,77	4,82
F. Ratios de Fondo					
1. Préstamos / Depósitos de Clientes	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
2. Préstamos Interbancarios / Pasivos Interbancarios	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3. Depositos de clientes / Fondo Total excluyendo Derivados	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

(*) Estados Financieros a Moneda Homegénea

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 21 de junio de 2019, confirmó (*) las siguientes calificaciones de Tarjeta Naranja S.A.

- Programa Global de ON de Corto, Mediano y/o Largo Plazo por hasta USD 1.000 millones: AA-(arg), Perspectiva Estable.
- ON Clase XXXIV Serie II por un valor de hasta \$600 millones: AA-(arg), Perspectiva Estable.
- ON Clase XXXV Serie II por un valor de hasta \$600 millones, ampliable por hasta \$1.000 millones: AA-(arg), Perspectiva Estable.
- ON Clase XXXVI Serie II por hasta \$400 millones, ampliable por hasta \$1.000 millones: AA-(arg), Perspectiva Estable.
- ON Clase XXXIX por un valor nominal de hasta \$500 millones, ampliable por un monto máximo de hasta \$1.000 millones: AA-(arg), Perspectiva Estable.
- ON Clase XL Serie I por hasta \$600 millones, ampliable hasta \$2.000 millones: AA-(arg) Perspectiva Estable
- ON Clase XL Serie II por hasta \$600 millones, ampliable hasta \$2.000 millones: AA-(arg) Perspectiva Estable
- ON Clase XLI Serie I por hasta \$500 millones, ampliable hasta \$2.000 millones (en conjunto con la serie II): A1(arg).
- ON Clase XLI Serie II por hasta \$500 millones, ampliable hasta \$2.000 millones (en conjunto con la serie I): AA-(arg) Perspectiva Estable.
- ON Clase XLII por hasta \$250 millones ampliables hasta \$1.500 millones: A1(arg).
- ON Clase XLIII por hasta \$3.000 millones: AA-(arg) Perspectiva Estable.

Emitidas por Tarjetas Cuyanas S.A.:

- Obligaciones Negociables Clase XXV Serie II por hasta \$ 400 millones: AA-(arg), Perspectiva Estable.
- Obligaciones Negociables Clase XXVI Serie II por hasta \$ 500 millones: AA-(arg), Perspectiva Estable.
- Obligaciones Negociables Clase XXVII Serie II por hasta \$300 millones, ampliable hasta \$ 500 millones: AA-(arg), Perspectiva Estable.
- Obligaciones Negociables Clase XXVIII Serie II por un valor nominal de hasta \$300 millones, ampliable hasta \$ 500 millones: AA-(arg), Perspectiva Estable.

La calificación de Tarjeta Naranja refleja su fuerte franquicia, su buen desempeño, adecuada calidad de activos y buena posición de capital. Asimismo, 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 Financiero Galicia.

Categoría A1(arg): Indica una muy sólida capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Cuando las

características de la emisión o emisor son particularmente sólidas, se agrega un signo "+" a la categoría.

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 31.12.18 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 2018, 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 financieros con revisión limitada, auditados por Price Waterhouse & Co. S.R.L. al 31.03.19, 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 la calificación, la calificación anterior es igual a la del presente dictamen.

Fuentes de información

La información suministrada para el análisis se considera adecuada y suficiente. Se consideró la siguiente información de carácter público:

- Balance General Auditado (último 31.12.18), disponible en www.cnv.gov.ar.
- Estados Financieros trimestrales auditados (último 31.03.2019), disponible en www.cnv.gov.ar.
- Suplementos de Precios disponibles en www.cnv.gov.ar

Anexo III

Características de las emisiones

Programa de Obligaciones Negociables de Corto, Mediano y Largo Plazo por hasta USD 1.000 millones

El monto de capital máximo de todas las Obligaciones Negociables en circulación no superará U\$S 1.000.000.000 o su equivalente en otras monedas, unidades monetarias, unidades de medida o unidades de valor.

El monto máximo del Programa originariamente era de U\$S 50.000.000 y fue ampliado a U\$S 150.000.000 en marzo de 2006, luego a U\$S 350.000.000 en noviembre de 2007, a U\$S 450.000.000 en mayo de 2011 y a U\$S 650.000.000 en mayo 2012. El 10 de mayo de 2018 CNV aprobó la ampliación del programa a USD 1.000 millones.

La creación del Programa ha sido autorizada en la Asamblea de Accionistas del Emisor que se celebró el 14 de julio de 2005 y por el Acta de Directorio del Emisor N° 246 del 7 de septiembre de 2005. La aprobación del aumento del monto máximo del Programa a US\$ 150.000.000, posteriormente a US\$ 350.000.000, a US\$ 450.000.000 y a US\$ 650.000.000, ha sido resuelta por las Asambleas de Accionistas del Emisor de fechas 3 de marzo de 2006, 31 de octubre de 2007, 1 de abril de 2011 y 8 de marzo de 2012, respectivamente. La ampliación del programa a USD 1.000 millones fue aprobada por CNV el 10 de mayo de 2018.

Tarjeta Naranja S.A. podrá emitir periódicamente Obligaciones Negociables a Corto, Mediano y/o Largo Plazo nominativas, simples (no convertibles en acciones), sin garantía, o con garantía dentro del Programa Global de Emisión de Obligaciones Negociables a Corto, Mediano y/o Largo Plazo, denominadas en dólares estadounidenses o, a opción del emisor, en las otras monedas o unidades de medida o valor que pudieran especificarse en el suplemento de precio aplicable.

Las Obligaciones Negociables constituirán obligaciones directas, generales e incondicionales del emisor. Las Obligaciones Negociables podrán ofrecerse en clases y/o series separadas, en los montos, a los precios y bajo las condiciones determinadas en oportunidad de la emisión conforme se especifique en el Suplemento de Precio.

Las Obligaciones Negociables vencerán en treinta días o más contados a partir de su fecha de emisión original, conforme se especifique en el Suplemento de Precio aplicable. Las Obligaciones Negociables devengarán intereses en base a una tasa fija o flotante, en cualquier otra forma conforme se especifique en el Suplemento de Precio aplicable, o bien serán emitidas sobre una base totalmente descontada y no devengarán intereses. Las Obligaciones Negociables serán nominativas no endosables. Podrán estar representadas en forma escritural, en un certificado global, en forma cartular. En la medida permitida bajo las leyes y regulaciones argentinas aplicables, podrán ser al portador, conforme se especifique en el Suplemento de Precio aplicable, subordinadas o no, ajustables o no. Las Obligaciones Negociables tendrán en todo momento igual grado de privilegio que todo otro endeudamiento no garantizado y no subordinado del emisor; previéndose sin embargo, que si se especifica en el Suplemento de Precio aplicable, las Obligaciones Negociables podrán estar subordinadas a todo otro endeudamiento no garantizado y no subordinado del emisor y podrán estar garantizadas, gozando del privilegio que se especifique en el Suplemento de Precio aplicable.

Obligaciones Negociables Clase XXXIV por un valor nominal máximo de hasta \$ 600 millones

Las Obligaciones Negociables Clase XXXIV se emitieron en dos series por un valor nominal global de hasta \$ 600 millones. La Serie I es por un valor nominal de referencia de \$ 50 millones a tasa variable, que es igual a la tasa Badlar Privada más un margen que se determinó una vez finalizado el Período de Subasta Pública y con vencimiento a los 18 meses de la fecha de emisión. Únicamente para el primer período de intereses, la tasa de interés tuvo un mínimo que fue informado al público inversor en un aviso complementario al aviso de suscripción. El 100% del valor nominal de la Serie I es pagadero en una sola cuota a la fecha de vencimiento y los intereses son pagaderos de forma trimestral.

La Serie I se encuentra completamente amortizada.

La Serie II es por un valor nominal de referencia de \$ 100 millones a tasa variable, que es igual a la tasa Badlar Privada más un margen que se determinó una vez finalizado el Período de Subasta Pública y con vencimiento a los 48 meses de la fecha de emisión. Únicamente para los dos primeros períodos de intereses, la tasa de interés tuvo un mínimo que fue informado al público inversor en un aviso complementario al aviso de suscripción. El 100% del valor nominal de la Serie II es pagadero en una sola cuota a la fecha de vencimiento y los intereses son pagaderos de forma trimestral.

Las Obligaciones Negociables Clase XXXIV Serie I fueron emitidas el 29 de junio de 2016 por un monto de \$124,6 millones a una tasa variable Badlar más 3.38% y con un vencimiento al 29 de diciembre de 2017.

En tanto las ON Clase XXXIV Serie II fueron emitidas el 29 de junio de 2016 por un monto de \$ 475,4 millones a una tasa variable Badlar más 4.67% y con un vencimiento al 29 de junio de 2020.

Obligaciones Negociables Clase XXXV por un valor nominal máximo de hasta \$ 600 millones, ampliable hasta \$1.000 millones

Las Obligaciones Negociables Clase XXXV fueron emitidas en dos series por un valor nominal global de hasta \$ 600 millones, ampliable por hasta un monto máximo de \$1.000 millones. La Serie I es por un valor nominal de referencia de \$ 150 millones a tasa variable, que es igual a la tasa Badlar Privada más un margen que se determinó una vez finalizado el Período de Subasta Pública y con vencimiento a los 18 meses de la fecha de emisión. Únicamente para el primer período de intereses, la tasa de interés tuvo un mínimo que fue informado al público inversor en un aviso complementario al aviso de suscripción. El 100% del valor nominal de la Serie I es pagadero en una sola cuota a la fecha de vencimiento y los intereses son pagaderos de forma trimestral.

La Serie I se encuentra completamente amortizada.

La Serie II es por un valor nominal de referencia de \$ 450 millones a tasa variable, que es igual a la tasa Badlar Privada más un margen que se determinó una vez finalizado el Período de Subasta Pública y con vencimiento a los 48 meses de la fecha de emisión. Únicamente para los dos primeros períodos de intereses, la tasa de interés tuvo un mínimo que fue informado al público inversor en un aviso complementario al aviso de suscripción. El 100% del valor nominal de la Serie II es pagadero en una sola cuota a la fecha de vencimiento y los intereses son pagaderos de forma trimestral.

Las Obligaciones Negociables Clase XXXV Serie I fueron emitidas el 27 de septiembre de 2016 por un monto de \$225,6 millones a una tasa variable Badlar más 2.99% y con un vencimiento al 27 de marzo de 2018.

En tanto las ON Clase XXXV Serie II fueron emitidas el 27 de septiembre de 2016 por un monto de \$ 774,4 millones a una tasa variable Badlar más 3.99% y con un vencimiento al 27 de septiembre de 2020.

Obligaciones Negociables Clase XXXVI por un valor nominal de \$ 400 millones, ampliable hasta \$1.000 millones

Las Obligaciones Negociables Clase XXXVI fueron emitidas en dos series por un valor nominal global de \$ 400 millones, ampliable por hasta un monto máximo de \$1.000 millones. La Serie I es por un valor nominal de referencia de \$ 200 millones a tasa variable, que es igual a la tasa Badlar Privada más un margen que se determinó una vez finalizado el Período de Subasta Pública y con vencimiento a los 18 meses de la fecha de emisión. El Emisor pudo establecer una tasa mínima a ser aplicable en relación con uno o más Períodos de Intereses, según se determine en el Aviso de Suscripción. Únicamente para el primer período de intereses, la tasa de interés tuvo un mínimo que fue informado al público inversor en un aviso complementario al aviso de suscripción. El 100% del valor nominal de la Serie I es pagadero en una sola cuota a la fecha de vencimiento y los intereses son pagaderos de forma trimestral.

La Serie II es por un valor nominal de referencia de \$ 200 millones a tasa variable, que es igual a la tasa Badlar Privada más un margen que se determinó una vez finalizado el Período de Subasta Pública y con vencimiento a los 36 meses de la fecha de emisión. El Emisor pudo establecer una tasa mínima a ser aplicable en relación con uno o más Períodos de Intereses, según se determine en el Aviso de Suscripción. Únicamente para los dos primeros períodos de intereses, la tasa de interés tuvo un mínimo que fue informado al público inversor en un aviso complementario al aviso de suscripción. El 100% del valor nominal de la Serie II es pagadero en una sola cuota a la fecha de vencimiento y los intereses son pagaderos de forma trimestral.

Las Obligaciones Negociables Clase XXXVI Serie I fueron emitidas el 7 de diciembre de 2016 por un monto de \$210,6 millones a una tasa variable Badlar más 3.25% y con un vencimiento al 7 de junio de 2018.

La Serie I se encuentra completamente amortizada.

En tanto las ON Clase XXXVI Serie II fueron emitidas el 7 de diciembre de 2016 por un monto de \$ 636,4 millones a una tasa variable Badlar más 4.0% y con un vencimiento al 7 de diciembre de 2019.

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

La ON Clase XXXIX es por un valor nominal de \$500 millones, ampliable por un monto máximo de hasta 1.000 millones.

La ON es por un valor nominal de referencia de \$ 500 millones a tasa variable, que es igual a la tasa TM20 más un margen que se determinó una vez finalizado el Período de Subasta Pública y con vencimiento a los 18 meses de la fecha de emisión. El Emisor pudo 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 puede ser informada al público inversor en un aviso complementario al Aviso de Suscripción. En tanto, el 100% del valor nominal es pagadero en una sola cuota a la fecha de vencimiento y los intereses son pagaderos de forma trimestral.

La ON Clase XXXIX fue emitida el 14 de febrero de 2018 por un monto de \$ 754,5 millones a una tasa variable TM20 más 3.4% y con un vencimiento al 14 de agosto de 2019.

Obligaciones Negociables Clase XL por un valor nominal de hasta \$600 millones ampliable por un monto máximo de hasta 2.000 millones

La ON Clase XL será por un valor nominal de \$600 millones, ampliable por un monto máximo de hasta 2.000 millones (entre ambas series).

La ON Serie I será por un valor nominal de referencia de \$ 300 millones a tasa variable, que será igual a la tasa Badlar Privada 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 al igual que los intereses.

La ON Serie II será por un valor nominal de referencia de \$ 300 millones a tasa variable, que será igual a la tasa Badlar Privada más un margen que se determinará una vez finalizado el Período de Subasta Pública y con vencimiento a los 30 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.

Las Obligaciones Negociables Clase XL Serie I fueron emitidas el 10 de abril de 2018 por un monto de \$597,5 millones a una tasa fija de 25.98% y con un vencimiento al 10 de octubre de 2019.

En tanto las Obligaciones Negociables Clase XL Serie II fueron emitidas el 10 de abril de 2018 por un monto de \$ 1.402,5 millones a una tasa variable Badlar más 3.7% y con un vencimiento al 10 de octubre de 2020.

Obligaciones Negociables Clase XLI por un valor nominal de hasta \$500 millones ampliable por un monto máximo de hasta 2.000 millones

La ON Clase XLI será por un valor nominal de \$500 millones, ampliable por un monto máximo de hasta 2.000 millones (entre ambas series).

La ON Serie I será por un valor nominal de referencia de \$ 250 millones a tasa fija, que se determinará una vez finalizado el Período de Subasta Pública y con vencimiento a los 12 meses de la fecha de emisión. 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.

La ON Serie II será por un valor nominal de referencia de \$ 250 millones a tasa variable, que será igual a la tasa Badlar Privada 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.

Las Obligaciones Negociables Clase XLI Serie I fueron emitidas el 15 de noviembre de 2018 por un monto de \$854,1 millones a una tasa fija del 54% y con un vencimiento al 15 de noviembre de 2019.

En tanto las Obligaciones Negociables Clase XLI Serie II fueron emitidas el 15 de noviembre de 2018 por un monto de \$ 343,6 millones a una tasa variable Badlar más 10% y con un vencimiento al 15 de mayo de 2020.

Obligaciones Negociables Clase XLII por un valor nominal de hasta \$250 millones ampliable por un monto máximo de hasta 1.500 millones

La ON Clase XLII será por un valor nominal de hasta \$250 millones, ampliable por un monto máximo de hasta 1.500 millones.

La ON será por un valor nominal de referencia de \$ 250 millones a tasa fija, que se determinará una vez finalizado el Período de Subasta Pública y con vencimiento al 30-09-2019. En tanto, el 100% del valor nominal y los intereses serán pagaderos en una sola cuota a la fecha de vencimiento.

Las Obligaciones Negociables Clase XLII fueron emitidas el 17 de diciembre de 2018 por un monto de \$1.266,3 millones a una tasa fija del 58% y con un vencimiento al 30 de septiembre de 2019.

Obligaciones Negociables Clase XLIII por un valor nominal de hasta 3.000 millones

La ON Clase XLIII será por un valor nominal de referencia de hasta \$1.000 millones, ampliable por un monto máximo de hasta \$3.000 millones.

La ON será a tasa variable, que será igual a la tasa Badlar Privada 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.

Las Obligaciones Negociables Clase XLIII fueron emitidas el 19 de febrero de 2019 por un monto de \$1.583,9 millones a una tasa variable Badlar Bancos Privados +7% y con un vencimiento al 19 de agosto de 2020.

ONs emitidas por Tarjetas Cuyanas S.A.

- Obligaciones Negociables Clase XXV por un valor nominal global máximo de hasta \$ 400 millones

Las Obligaciones Negociables Clase XXV Serie I son por un valor nominal global máximo de hasta \$ 400 millones. Tienen un vencimiento a los 18 meses de la fecha de emisión, son a tasa variable, que es igual a la tasa de referencia (tasa BADLAR privada) más el margen de corte que se determinará una vez finalizado el período de subasta pública. El 100% del valor nominal es pagadero en una sola cuota a la fecha de vencimiento y los intereses serán pagaderos de forma trimestral.

Las Obligaciones Negociables Clase XXV Serie II son por un valor nominal global máximo de hasta \$ 400 millones. Tienen un vencimiento a los 48 meses de la fecha de emisión, son a tasa variable, que es igual a la tasa de referencia (tasa BADLAR privada) más el margen de corte que se determinará una vez finalizado el período de subasta pública. El 100% del valor nominal es pagadero en una sola cuota a la fecha de vencimiento y los intereses serán pagaderos de forma trimestral.

La Clase XXV de ONs fue emitida el 26 de julio de 2016. Se emitió únicamente la Serie II por un total de \$400.000.000 a una tasa variable de Badlar Privada con un margen de 3.94% y con vencimiento al 26/07/2020.

- Obligaciones Negociables Clase XXVI por un valor nominal global máximo de hasta \$ 500 millones

Las Obligaciones Negociables Clase XXVI Serie I son por un valor nominal global máximo de hasta \$ 500 millones. Tienen un vencimiento a los 18 meses de la fecha de emisión, son a tasa variable, que es igual a la tasa de referencia (tasa BADLAR privada) más el margen de corte que se determinará una vez finalizado el período de subasta pública. El 100% del valor nominal es pagadero en una sola cuota a la fecha de vencimiento y los intereses serán pagaderos de forma trimestral.

Las Obligaciones Negociables Clase XXVI Serie II son por un valor nominal global máximo de hasta \$ 500 millones. Tienen un vencimiento a los 48 meses de la fecha de emisión, son a tasa variable, que es igual a la tasa de referencia (tasa BADLAR privada) más el margen de corte que se determinará una vez finalizado el período de subasta pública. El 100% del valor nominal es pagadero en una sola cuota a la fecha de vencimiento y los intereses serán pagaderos de forma trimestral.

La Clase XXVI de ONs fue emitida el 24 de octubre de 2016. La serie I se emitió por un total de 149.763.334 a una tasa variable de Badlar Privada con un margen de 2.75% y con vencimiento al 24/04/2018. En tanto, la serie II, se emitió por un total de \$350.236.666 con un margen de 4% y con vencimiento al 24/10/2020.

La Serie I se encuentra completamente amortizada.

- Obligaciones Negociables Clase XXVII por un valor nominal global máximo de hasta \$ 500 millones

Las Obligaciones Negociables Clase XVII serán emitidas en una o dos series por hasta \$300 millones, ampliable hasta un máximo de \$500 millones.

Las Obligaciones Negociables Clase XXVII Serie I son por un valor nominal de hasta \$300 millones, ampliable por hasta \$ 500 millones (en forma conjunta con la serie II). El valor de referencia es de \$150 millones. Tienen un vencimiento a los 18 meses de la fecha de emisión, son a tasa variable, que es igual a la tasa de referencia (tasa BADLAR privada) más el margen de corte que se determinará una vez finalizado el período de subasta pública. Únicamente para el primer período de intereses, la tasa de interés podrá tener un mínimo que, de corresponder, será informado al público inversor en un aviso que será publicado con anterioridad a la subasta. El 100% del valor nominal es pagadero en una sola cuota a la fecha de vencimiento y los intereses serán pagaderos de forma trimestral.

En tanto, las Obligaciones Negociables Clase XXVII Serie II son por un valor nominal de hasta \$300 millones, ampliable por hasta \$ 500 millones (en forma conjunta con la serie I). El valor de referencia es de \$150 millones. Tienen un vencimiento a los 36 meses de la fecha de emisión, son a tasa variable, que es igual a la tasa de referencia (tasa BADLAR privada) más el margen de corte que se determinará una vez finalizado el período de subasta pública. Únicamente para los dos primeros períodos de intereses, la tasa de interés podrá tener un mínimo que, de corresponder, será informado al público inversor en un aviso que será publicado con anterioridad a la subasta. El 100% del valor nominal es pagadero en una sola cuota a la fecha de vencimiento y los intereses serán pagaderos de forma trimestral.

La Clase XXVII de ONs fue emitida el 10 de febrero de 2017. La serie I se declaró desierta. En tanto, la serie II, se emitió por un total de \$500 millones con un margen de 3.5% y con vencimiento al 10/02/2020.

- Obligaciones Negociables Clase XXVIII por un valor nominal global máximo de hasta \$ 500 millones

Las Obligaciones Negociables Clase XVIII serán emitidas en una o dos series por hasta \$300 millones, ampliable hasta un máximo de \$500 millones.

Las Obligaciones Negociables Clase XXVIII Serie I son por un valor nominal de hasta \$300 millones, ampliable por hasta \$ 500 millones (en forma conjunta con la serie II). El valor de referencia es de \$150 millones. Tienen un vencimiento a los 24 meses de la fecha de emisión, son a tasa variable, que es igual a la tasa de referencia (tasa BADLAR privada) más el margen de corte que se determinará una vez finalizado el período de subasta pública. Únicamente para el primer período de intereses, la tasa de interés podrá tener un mínimo que, de corresponder, será informado al público inversor en un aviso que será publicado con anterioridad a la subasta. El 100% del valor nominal es pagadero en una sola cuota a la fecha de vencimiento y los intereses serán pagaderos de forma trimestral.

En tanto, las Obligaciones Negociables Clase XXVIII Serie II son por un valor nominal de hasta \$300 millones, ampliable por hasta \$ 500 millones (en forma conjunta con la serie I). El valor de referencia es de \$150 millones. Tienen un vencimiento a los 48 meses de la fecha de emisión, son a tasa variable, que es igual a la tasa de referencia (tasa BADLAR privada) más el margen de corte que se determinará una vez finalizado el período de subasta pública. Únicamente para los dos primeros períodos de intereses, la tasa de interés podrá tener un mínimo que, de corresponder, será informado al público inversor en un aviso que será publicado con anterioridad a la subasta. El 100% del valor nominal es pagadero en una sola cuota a la fecha de vencimiento y los intereses serán pagaderos de forma trimestral.

La Clase XXVIII de ONs fue emitida el 9 de junio de 2017. La serie I se emitió por un total de 128.175.000 a una tasa variable de Badlar Privada con un margen de 3.05% y con vencimiento al 09/06/2019. En tanto, la serie II, se emitió por un total de \$371.825.000 con un margen de 3.7% y con vencimiento al 09/06/2021.

La serie I se encuentra completamente amortizada.

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.