

Cresud S.A.C.I.F.yA.

Informe de Actualización

Calificaciones

Calificación del emisor	AA-(arg)
ONs Clase 14 por hasta US\$ 20 MM (ampliable hasta US\$ 32 MM)	AA-(arg)
ON Clase 16 por hasta dólares equivalente a \$ 200 MM	AA-(arg)
ON Clase 18 por hasta dólares equivalente a \$ 75 MM	AA-(arg)
ON Clase 20 por hasta dólares equivalente \$ 75 MM	AA-(arg)
ON Clase 22 por hasta dólares equivalente \$ 75 MM*	AA-(arg)
Acciones Ordinarias	1
Perspectiva	Estable

Resumen Financiero

Cifras excluyen IDBD	6M	12M
	31/12/2016	30/06/2016
	NIIF ¹	NIIF ¹
Total Activos (\$ MM)	22.106	19.012
Total Deuda Financiera (\$ MM)	16.161	13.594
Ingresos (\$ miles)	4.675.000	7.155.000
EBITDA (\$ miles)	1080.000	3.303.000
EBITDA (%)	23%	46%
Deuda/ EBITDA ₂	7,48	4,12
Deuda Neta/ EBITDA ₂		
EBITDA/ intereses	143	2,26

FIX: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings)

¹ NIIF: Normas internacionales de información Financiera

² EBITDA: La relación Deuda/EBITDA se calcula anualizando el EBITDA del trimestre.

Informes relacionados

Metodología de calificación de empresas registrado ante la CNV

IRSA Inversiones y Representaciones S.A.

IRSA Propiedades Comerciales

Analista Principal

Pablo Andrés Artusso, Analista
5235 8121. pablo.artusso@fixscr.com

Analista Secundario

Gabriela Catri, Director
5235 8129. gabriela.catri@fixscr.com

Responsable de sector

Cecilia Minguillon, Director Senior
5235 8123. cecilia.minguillon@fixscr.com

Factores relevantes de la calificación

Fuerte posición competitiva: Las calificaciones de Cresud reflejan su posicionamiento de liderazgo en el mercado agropecuario e inmobiliario en Argentina. Cresud se constituye como el accionista controlante de IRSA, la mayor compañía de bienes raíces del país (calificada en AA+(arg) por FIX). IRSA tiene, a través de IRSA PC, 16 centros comerciales con un área locativa bruta de aprox. 337.396m², mantienen un portfolio de oficinas Premium por aproximadamente 77.252m², y también participa en negocios en hotelería, en inmuebles en el exterior, y controla el holding israelí IDBD. La elevada y estable generación interna de fondos de IRSA explica en parte la calificación de Cresud.

Vínculo con la calificación de IRSA: FIX relaciona la calificación de Cresud con la de IRSA en función del vínculo estratégico entre ambas y el hecho de que los flujos recibidos de IRSA vía dividendos representan una parte relevante y estable del flujo de fondos de Cresud. La diferencia de calificación entre Cresud e IRSA se basa en la subordinación estructural de su deuda y en un perfil financiero individual más débil.

Sólido portafolio de activos: La calificación contempla la importante posición de activos de la compañía, la cual le otorga flexibilidad financiera, en función de tierras libres de gravámenes que podrían ser vendidas. A Dic'16, la cartera de tierras contaba con 455.290 hectáreas en reserva y 296.564 productivas. Si bien la calificación considera el riesgo de descalce de moneda por contar con la mayor parte de la deuda en dólares, su portafolio de activos denominados en dólares y la generación de fondos provenientes de actividades agropecuarias mitiga parcialmente este riesgo.

Generación de fondos volátil: La calidad crediticia de Cresud permanece expuesta a la volatilidad del negocio agropecuario, desarrollado en Argentina, Brasil, Bolivia y Paraguay, el cual se encuentra sujeto a factores climáticos y a la evolución de precios. El EBITDA consolidado de Cresud se origina principalmente en el segmento de centros comerciales. El negocio agropecuario aporta un flujo volátil, dependiente de las oportunidades de venta de campos, mientras que las actividades recurrentes presentan una débil generación de EBITDA.

Consolidación IDBD sin impacto sobre calidad crediticia de Cresud: La calidad crediticia de la empresa no se encuentra afectada por la consolidación de las operaciones en IDBD desde el 11/10/2015, ya que la deuda de IDBD no posee recurso sobre el patrimonio de Cresud ni del resto de sus subsidiarias. Asimismo, la venta de la subsidiaria Adama en Jul'16 por USD 230MM y la reciente emisión de Obligaciones Negociables por un monto de USD 284MM tendrán un impacto positivo en los márgenes y en la estructura de capital de IDBD. Si bien se presentan las cifras consolidadas, el análisis crediticio excluye el centro de operaciones correspondiente al holding israelí, aunque sí se incorpora las necesidades de fondos que dicha subsidiaria pudiera requerir de su controlante.

Sensibilidad de la calificación

Cualquier cambio en el nivel de apalancamiento que ponga en riesgo la calidad crediticia podría resultar en una baja de calificación. A su vez, la calificación de Cresud podría variar en función de un cambio de la calificación de IRSA.

Liquidez y estructura de capital

Apalancamiento estructurado en el largo plazo y liquidez adecuada: A Dic'16, la deuda consolidada (excluyendo a IDBD) ascendió a \$16.161 MM. El ratio deuda/EBITDA (excluyendo IDBD) se ubicó en 7,48x, y la posición de liquidez de las operaciones en Argentina, cubrían la totalidad de la deuda de corto plazo correspondiente a las mismas. El incremento en el apalancamiento a Dic'16 obedece principalmente a la anualización del EBITDA de los primeros seis meses lo que incorpora un fuerte componente de estacionalidad. Por ello, Fix no observa un incremento real en el apalancamiento y espera que la relación Deuda a EBITDA se mantenga en línea con el promedio histórico.

Anexo I. Resumen Financiero

A partir de octubre 2015 se comienza a consolidar las operaciones en IDBD. La deuda de IDBD es sin recurso sobre el patrimonio de Cresud. El resumen financiero detallada a continuación incluye cifras consolidadas con IDBD, mientras que el resumen financiero incorporado en la página 1 excluye dicha subsidiaria. Los ratios a diciembre'16 fueron estimados anualizando los resultados del semestre.

Resumen Financiero - Cresud S.A.C.I.F. y A.

(miles de \$, año fiscal finalizado en Junio)

Cifras consolidadas: Consolidado con IRSA desde oct'08 y con BrasilAgro desde jul'11.	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
	<u>dic-16</u> 6 meses	<u>2016</u> 12 meses	<u>2015</u> 12 meses	<u>2014</u> 12 meses	<u>2013</u> 12 meses	<u>2012</u> 12 meses
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	4.992.000	6.507.000	3.177.109	1.530.653	1.212.246	893.336
EBITDAR Operativo	4.992.000	6.507.000	3.177.109	1.530.653	1.212.246	893.336
Margen de EBITDA	12,9	18,4	56,2	33,2	34,4	32,4
Margen de EBITDAR	12,9	18,4	56,2	33,2	34,4	0,3
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	11,8	7,8	15,6	10,3	6,2	10,8
Margen del Flujo de Fondos Libre	3,2	(6,6)	(14,0)	(1,4)	(9,5)	5,9
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	9,8	(6,8)	12,0	(9,6)	1,7	1,8
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	2,2	1,1	1,1	1,6	1,2	2,2
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	1,4	2,4	3,6	2,1	2,5	2,3
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	1,4	2,4	3,6	2,1	2,5	2,3
EBITDA / Servicio de Deuda	0,4	0,2	0,9	0,5	0,6	0,6
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,4	0,2	0,9	0,5	0,6	0,6
FGO / Cargos Fijos	2,2	1,1	1,1	1,6	1,2	2,2
FFL / Servicio de Deuda	0,4	0,0	0,0	0,2	0,1	0,4
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	1,6	0,9	0,3	0,6	0,6	0,7
FCO / Inversiones de Capital	1,7	(0,0)	(0,6)	1,4	0,7	2,2
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	7,3	40,0	8,7	6,8	10,0	4,5
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	11,7	18,0	2,6	5,2	4,7	4,3
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	8,4	14,4	2,3	4,3	3,9	3,8
Costo de Financiamiento Implícito (%)	6,4	4,4	10,9	10,8	10,1	10,9
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Balance						
Total Activos	174.553.000	166.001.000	15.912.314	15.783.688	12.410.725	9.755.212
Caja e Inversiones Corrientes	32.981.000	23.769.000	1.033.905	1.428.963	1.047.586	497.498
Deuda Corto Plazo	20.169.000	23.488.000	2.476.886	2.639.491	1.527.390	1.095.235
Deuda Largo Plazo	96.547.000	93.808.000	5.832.973	5.315.335	4.189.896	2.787.945
Deuda Total	116.716.000	117.296.000	8.309.859	7.954.826	5.717.286	3.883.180
Deuda asimilable al Patrimonio						
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	116.716.000	117.296.000	8.309.859	7.954.826	5.717.286	3.883.180
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	116.716.000	117.296.000	8.309.859	7.954.826	5.717.286	3.883.180
Total Patrimonio	21.322.000	15.232.000	4.514.766	4.434.786	4.719.066	4.054.059
Total Capital Ajustado	138.038.000	132.528.000	12.824.625	12.389.612	10.436.352	7.937.239
Flujo de Caja						
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	4.318.000	197.000	65.421	433.791	88.335	460.153
Variación del Capital de Trabajo	309.000	(249.000)	(352.348)	188.035	184.468	77.034
Flujo de Caja Operativo (FCO)	4.627.000	(52.000)	(286.927)	621.826	272.803	537.187
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(2.775.000)	(2.033.000)	(470.310)	(441.039)	(368.993)	(241.683)
Dividendos	(613.000)	(239.000)	(33.509)	(243.637)	(239.352)	(134.129)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	1.239.000	(2.324.000)	(790.746)	(62.850)	(335.542)	161.375
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	241.000	1.406.000	2.764.747	528.949	362.232	(369.683)
Otras Inversiones, Neto	4.880.000	9.279.000	(1.438.488)	(973.855)	(207.492)	(133.031)
Variación Neta de Deuda	4.548.000	1.687.000	(609.487)	319.378	791.785	107.005
Variación Neta del Capital	0	(1.399.000)	(260.952)	(97.726)	0	74.079
Otros (Inversión y Financiación)	(1.680.000)	(437.000)	(74.891)	152.673	(193.877)	4.542
Variación de Caja	9.228.000	8.212.000	(409.817)	(133.431)	417.106	(155.713)
Estado de Resultados						
Ventas Netas	38.696.000	35.384.000	5.651.805	4.604.011	3.528.551	2.757.419
Variación de Ventas (%)			22,8	30,5	28,0	29,2
EBIT Operativo	2.026.000	3.738.000	2.919.287	1.233.734	932.508	654.489
Intereses Financieros Brutos	3.637.000	2.739.000	886.710	737.913	483.772	396.221
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	3.820.000	(2.472.000)	756.766	(1.092.808)	154.263	78.263

Anexo II. Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo
- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance

Anexo III. Características del instrumento

Séptima Serie de Obligaciones Negociables

El 22-05-13 Cresud colocó la Séptima Serie de Obligaciones Negociables (ONs) por un valor total de hasta US\$ 20 MM ampliables por hasta US\$ 32 MM, con el fin de completar el Programa por hasta US\$ 300 MM (o su equivalente en otras monedas).

Obligaciones Negociables Clase XIV por hasta US\$ 20 MM, ampliable hasta US\$ 32 MM (emitidos US\$ 32 MM)

Las ONs Clase 14 se colocaron por un valor de US\$ 32 MM equivalentes a \$ 167.5 MM. Están denominadas en Dólares y serán pagaderas en pesos al tipo de cambio aplicable en cada fecha de pago, a tasa fija con vencimiento a los 60 meses de su emisión. El capital será amortizado mediante dos pagos consecutivos en los meses 54 y 60 desde la emisión. La fecha de vencimiento final de las ONs es el 22-05-18. La tasa de interés a devengar es fija del 1.5%. El interés será pagadero trimestralmente.

El destino de los fondos fue para el pago y/o para la recompra y posterior cancelación de ONs vigentes, capital de trabajo, inversiones en activos físicos en Argentina e integración en sociedades controladas.

Octava Serie de Obligaciones Negociables

El 18-11-13 Cresud colocó la Octava Serie de Obligaciones Negociables (ONs) por un valor total de hasta \$ 300 MM ampliables por hasta el monto total del Programa, en dos clases bajo el marco del nuevo Programa por hasta US\$ 300 MM (o su equivalente en otras monedas) aprobado por la Asamblea del 31-10-2012.

La sumatoria del monto de emisión de la Clase 15 y de la Clase 16 ascendió a \$ 827.6 MM. Las ONs en su conjunto podían ampliarse hasta el monto total del nuevo Programa.

Obligaciones Negociables Clase XVI por hasta US\$ equivalente a \$ 200 millones o el monto mayor o menor que determine la compañía (emitidos US\$ 109.1 MM)

Las ONs Clase 16 se colocaron por un valor de US\$ 109.1 MM equivalentes a \$ 651.1 MM. Están denominadas en Dólares y serán pagaderas en pesos al tipo de cambio aplicable en cada fecha de pago, a tasa fija con vencimiento a los 60 meses de su emisión (19-11-18). El capital será amortizado mediante dos pagos consecutivos en los meses 54 y 60 desde la emisión. La tasa de interés a devengar será fija del 1.5%. El precio de emisión fue del 102.3%. El interés será pagadero trimestralmente.

Novena Serie de Obligaciones Negociables

El 10-9-14 Cresud colocó la Novena Serie de Obligaciones Negociables (ONs) por un valor total de hasta \$ 100 MM ampliables por hasta US\$ 80 MM, en dos clases bajo el marco del nuevo Programa por hasta US\$ 300 MM (o su equivalente en otras monedas) aprobado por la Asamblea del 31-10-2012.

La sumatoria del monto de emisión de la Clase 17 y de la Clase 18 ascendió a \$ 455.3 MM.

Obligaciones Negociables Clase XVIII por hasta US\$ equivalente a \$ 75 millones o el monto mayor o menor que determine la compañía (emitidos US\$ 33.7 MM)

Las ONs Clase 18 se colocaron por un valor de US\$ 33.7 MM equivalentes a \$ 283 MM. Están denominadas en Dólares y serán pagaderas en pesos al tipo de cambio aplicable en cada fecha de pago, a tasa fija con vencimiento a los 60 meses de su emisión (12-9-19). El capital será amortizado mediante dos pagos consecutivos el 12-3-19 y 12-9-19. La tasa de interés a

devengar será fija del 4%. El precio de emisión fue del 102.179%. El interés será pagadero trimestralmente.

Decima Serie de Obligaciones Negociables

Cresud emitió la Décima Serie de Obligaciones Negociables (ONs) en dos clases, por un valor total de hasta \$ 150 MM ampliables hasta \$ 700 MM, bajo el marco del Programa por hasta US\$ 300 MM (o su equivalente en otras monedas).

Obligaciones Negociables Clase XX por hasta dólares equivalentes a \$ 75 millones*

Las ONs Clase 20 fueron emitidas por un valor nominal de USD18.2 MM y serán pagaderas en pesos al tipo de cambio aplicable en cada fecha de pago. El vencimiento será el 13 de Marzo de 2017, y el capital será amortizado íntegramente a la fecha de vencimiento. La tasa de interés a devengar será fija, 2.5%, sin embargo dado que el precio de emisión fue 104% del valor nominal, la TIR del proyecto fue 0.49%. El interés será pagadero trimestralmente.

Décimo Primera Serie de Obligaciones Negociables

Cresud emitió la Décimo primera Serie de Obligaciones Negociables (ONs) en dos clases, por un valor total de hasta \$ 150 MM ampliables hasta \$ 700 MM, bajo el marco del Programa por hasta US\$ 300 MM (o su equivalente en otras monedas).

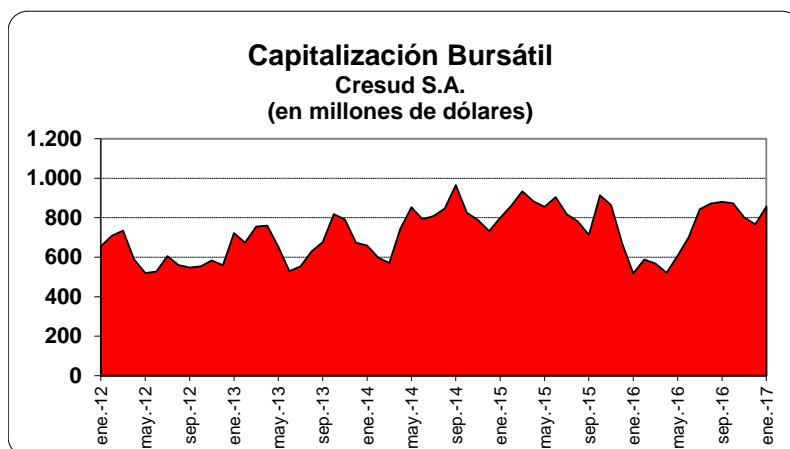
Obligaciones Negociables Clase XXII por hasta dólares equivalentes a \$ 75 millones-Emitidos USD 23MM

Las ONs Clase 22 fueron emitidas por un valor nominal de USD23MM, su precio de emisión fue 97.65% del valor nominal, y serán pagaderas en pesos al tipo de cambio aplicable en cada fecha de pago. El vencimiento será el 12/08/2019 y el capital será amortizado 50% en el mes 44 y 50% a la fecha de vencimiento. La tasa de interés a devengar será fija, 4%, y el interés será pagadero trimestralmente.

Anexo IV. Acciones

Liquidez de la acción de Cresud en el mercado

Cresud cotiza sus acciones en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires desde 1960, y en el Nasdaq (Estados Unidos). A ene'17, la capitalización bursátil de Cresud totalizaba USD 856 millones. El cuadro a continuación detalla la evolución de la capitalización bursátil de la compañía desde ene'12.



Fuente: *Económica*.

Presencia

En los últimos doce meses a ene'17, la acción de Cresud registró una presencia del 100% sobre el total de ruedas en las que abrió el mercado.

Rotación

Al considerar la cantidad de acciones negociadas durante el año móvil a ene'17, la acción de Cresud registró una rotación del 151% sobre el capital flotante en el mercado. Por su parte, la rotación del último trimestre se ubicó en 29%.

Participación

En los últimos doce meses a ene'17, el volumen negociado por Cresud en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires fue de \$ 3.284 millones y tuvo una participación sobre el volumen total negociado en el mercado del 4,3%. Por otra parte, el ADR de Cresud negoció un total de USD 451 millones en el Nasdaq durante el período observado.

En conclusión, se considera que la acción de Cresud cuenta con una **alta liquidez**.

Anexo V. Dictamen de calificación.

FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACION DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) - Reg.CNV N°9

El Consejo de Calificación de **FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO** (afiliada de Fitch Ratings), en adelante FIX, realizado el 23 de febrero de 2017 confirmó* en **Categoría AA-(arg)** la calificación del emisor otorgada a **Cresud S.A.C.I.F.yA.**, y en **Categoría AA-(arg)** la calificación de los siguientes títulos emitidos por la compañía:

- Obligaciones Negociables Clase 14 por hasta US\$ 20 MM, ampliables por hasta US\$ 32 MM (emitidos US\$ 32 MM).
- Obligaciones Negociables Clase 16 por hasta US\$ equivalente a \$ 200 millones, o el monto mayor o menor que determine la compañía (emitidos US\$ 109.1 MM)
- Obligaciones Negociables Clase 18 por hasta US\$ equivalente a \$ 75 millones, o el monto mayor o menor que determine la compañía (emitido: US\$ 33.7 MM)
- Obligaciones Negociables Clase 20 por hasta US\$ equivalente a \$ 75 millones. Ampliables hasta un máximo total en conjunto de \$ 700 MM.
- Obligaciones Negociables Clase 22 por hasta US\$ equivalente a \$ 75 MM o el monto mayor o menor que determine la compañía.

Las calificaciones cuentan con perspectiva estable.

Categoría AA(arg): "AA" nacional 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 "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar 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.

Las calificaciones nacionales no son comparables entre distintos países, por lo cual se identifican agregando un sufijo para el país al que se refieren. En el caso de Argentina se agregará "(arg)".

Por su parte, en base al análisis efectuado sobre la capacidad de generación de fondos de la compañía y de la liquidez de sus acciones en el mercado, FIX confirmó* en **Categoría 1** la calificación de las acciones de **Cresud S.A.C.I.F.yA.**

Categoría 1: Se trata de acciones que cuentan con una alta liquidez y cuyos emisores presentan una muy buena capacidad de generación de fondos.

La Perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. Puede ser positiva, negativa o estable. Una perspectiva negativa o positiva no implica que un cambio en la calificación sea inevitable. Del mismo modo, una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen.

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

La calificación asignada se desprende del análisis de los factores cuantitativos y factores cualitativos. Dentro de los factores cuantitativos se analizaron la rentabilidad, el flujo de fondos, el endeudamiento y estructura de capital, y el fondeo y flexibilidad financiera de la compañía. El análisis de los factores cualitativos contempló el riesgo del sector, la posición competitiva, y la administración y calidad de los accionistas. Para la calificación de las acciones adicionalmente se consideró su liquidez en el mercado.

El presente informe resumido es complementario al informe integral de fecha **21 de julio de 2016** disponible en www.fixscr.com, y contempla los principales cambios acontecidos en el período bajo análisis. Las siguientes secciones no se incluyen en este informe por no haber sufrido cambios significativos desde el último informe integral: Perfil del Negocio, Factores de Riesgo. Respecto de la sección correspondiente a Perfil Financiero, se resumen los hechos relevantes del período bajo el título de Liquidez y Estructura de Capital.

*Siempre que se confirma una calificación, la calificación anterior es igual a la que se publica en el presente dictamen.

Fuentes

- Balances hasta el 31-12-16 disponibles en www.cnv.gob.ar.
Auditor externo a la fecha del último balance: Price Waterhouse & Co S.R.L.
- Prospecto del Programa Global de Obligaciones Negociables Simples de fecha 31-10-2013 disponible en www.cnv.gob.ar.
- Prospecto del Programa Global de Obligaciones Negociables Simples de fecha 19-02-2015 disponible en www.cnv.gob.ar.
- Suplemento de precio de la Serie V de ONs Clase IX, X y XI de fecha 7-06-12 disponible en www.cnv.gob.ar.
- Suplemento de precio de la Serie VI de ONs Clase XIII de fecha 8-02-13 disponible en www.cnv.gob.ar.
- Suplemento de precio de la Serie VII de ONs Clase XIV de fecha 8-05-13 disponible en www.cnv.gob.ar.
- Suplemento de precio de la Serie VIII de ONs Clase XV y XVI de fecha 5-11-13 disponible en www.cnv.gob.ar.
- Suplemento de precio de la Serie IX de ONs Clase XVII y XVIII de fecha 2-09-14 disponible en www.cnv.gob.ar.
- Suplemento de Precios de la Serie X de las ONs Clase XIX y XX de fecha 3-03-15 disponible en www.cnv.gob.ar.
- Suplemento de Precios de la Serie XI de las ONs Clase XXI y XXII de fecha 31-07-15 disponible en www.cnv.gob.ar.

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.

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

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.