

## IRSA Inversiones y Representaciones S.A. (IRSA)

### Informe integral

#### Calificaciones

ON Clase 2 por USD 150 MM	AA+(arg)
ON Clase 7 por hasta \$ 150 MM*	AA+(arg)
ON Clase 8 por hasta Dólares equivalentes a \$ 150 MM*	AA+(arg)
Acciones Ordinarias	1

\* ON Clase 7 y Clase 8 ampliable en forma conjunta por hasta USD299MM

Perspectiva Estable

#### Resumen Financiero

Cifras excluyen IDBD	9M	12M
	mar-17	jun-16
	NIIF 1	NIIF 1
Total Activos (\$ MM)	14.100	12.011
Total Deuda Financiera (\$ MM)	10.741	9.230
Ingresos (\$ miles)	3.111.000	4.446.000
EBITDA (\$ miles)	1.827.000	2.974.000
EBITDA (%) <sup>2</sup>	58,7%	66,9%
Deuda/ EBITDA <sub>3</sub>	4,4	3,1
Deuda Neta/ EBITDA <sub>3</sub>	3,7	2,5
EBITDA/ intereses	2,1	2,7

<sup>1</sup> NIIF: Normas internacionales de información Financiera

<sup>2</sup> EBITDA (%): Ventas incluyen ingresos por expensas y fondo de promoción colectivo de IRSA PC.

<sup>3</sup> EBITDA: La relación Deuda/EBITDA se calcula anualizando el EBITDA de los nueve meses.

#### Informes relacionados

Metodología de calificación de empresas registradas ante la Comisión Nacional de Valores.

Cresud S.A.

IRSA Propiedades Comerciales S.A.

#### Analista Principal

Pablo Andrés Artusso  
 Director Asociado  
 5235-8121  
[pablo.artusso@fixscr.com](mailto:pablo.artusso@fixscr.com)

#### Analista Secundario

Cecilia Minguillon  
 Director Senior  
 5235-8123  
[cecilia.minguillon@fixscr.com](mailto:cecilia.minguillon@fixscr.com)

#### Factores relevantes de la calificación

**Sólida posición de mercado y elevada generación de fondos:** Inversiones y Representaciones S.A. (IRSA) detenta una elevada y estable generación interna de fondos explicado por una fuerte posición competitiva, a través de su participación en IRSA Propiedades Comerciales S.A. (IRSA PC), en los segmentos de Centros Comerciales y Oficinas en la ciudad de Buenos Aires. La compañía cuenta con 16 centros comerciales en el país con un área locativa bruta de aprox. 340.391m<sup>2</sup> y mantiene un portafolio de oficinas Premium por 77.252 m<sup>2</sup>. La compañía también cuenta con negocios en hotelería, en inmuebles en el exterior y controla el holding israelí IDBD, aunque estos han exhibidos reducidos indicadores de rentabilidad en los últimos años. Hacia adelante, Fix estima que IDBD representará más del 70% del EBITDA normalizado producto de bajos niveles de rentabilidad con elevados niveles de venta.

**Calidad crediticia vinculada a la de IRSA Propiedades Comerciales:** Fix observa la calidad crediticia de IRSA junto a la de su controlada IRSA PC, calificada por Fix en AA+(arg). Las compañías poseen un fuerte vínculo operacional, estratégico y reputacional demostrado por la significativa participación de IRSA PC en las ventas y EBITDA del Centro de Operaciones de Argentina de su controlante y relevancia de los dividendos distribuidos sobre los flujos de fondos de IRSA. Actualmente, la mayor parte de la deuda permanece en IRSA PC, la compañía con mejor generación de fondos, mientras que IRSA cuenta con un menor nivel de deuda en términos individuales, congruente con su perfil operativo más volátil.

**Sólido portafolio de activos:** La calificación contempla la importante posición de activos de la compañía, sus reservas de tierra en zonas estratégicas e inversiones en el exterior, que le otorgan flexibilidad financiera e incrementa las perspectivas de recupero en un escenario de estrés. Esta flexibilidad le ha permitido a IRSA financiar parte de sus inversiones en IDBD con fondos provenientes de ventas de propiedades de inversión y participación en empresas del exterior sin comprometer su generación de fondos futura.

**Riesgo de descalce mitigado por el valor de sus activos:** La compañía se encuentra expuesta al riesgo de descalce de moneda en el mercado local debido a su generación de fondos en pesos y su deuda concentrada en dólares. Dicho riesgo se ve parcialmente mitigado por la fuerte correlación entre el valor de mercado de sus activos y el valor del dólar, por contar con inversiones inmobiliarias y financieras en el exterior, y por la generación de flujos de fondos de IDBD en Shekels, moneda que ha presentado históricamente baja volatilidad respecto al dólar.

**Consolidación IDBD sin impacto sobre calidad crediticia de IRSA:** La calidad crediticia de la empresa no se encuentra afectada por la consolidación de las operaciones en IDBD, ya que la deuda del holding israelí no posee recurso sobre el patrimonio de IRSA ni del resto de sus subsidiarias. Si bien se presentan las cifras consolidadas, el análisis crediticio excluye el centro de operaciones correspondiente a IDBD, aunque sí se incorporan las necesidades de fondos que la subsidiaria israelí pudiera requerir de su controlante.

#### Sensibilidad de la calificación

Fix considera que cualquier cambio significativo en el nivel de apalancamiento, incluyendo aportes de IRSA en IDBD, que excedan significativamente su flujo de fondos libre, podría derivar en una baja de calificación. La calificación de la compañía podría subir ante una menor dependencia de IRSA PC como consecuencia de un desempeño de IDBD que equilibre su generación y uso de fondos.

#### Liquidez y estructura de capital

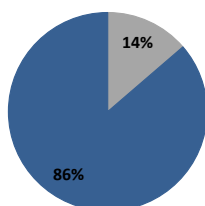
**Apalancamiento moderado y fuerte posición de liquidez:** A mar'17, IRSA (excluyendo IDBD) alcanzaba un ratio de deuda a EBITDA de 4,4x y una cobertura de intereses con EBITDA de 2,1x. El incremento en el apalancamiento a mar'17 obedece principalmente a la anualización del EBITDA de los primeros nueve 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. La posición de liquidez de las operaciones en Argentina, cubrían la totalidad de la deuda de corto plazo correspondiente a las mismas.

## Perfil del negocio

Inversiones y Representaciones S.A. (IRSA) es una compañía de bienes raíces líder en el país dedicada a la adquisición, desarrollo y operación de centros comerciales y de edificios de oficina, hoteles de lujo e inmuebles destinados a vivienda. Asimismo, la compañía opera en negocios financieros a través de su participación del 30% en Banco Hipotecario y realiza inversiones en el exterior, entre las que se destacan el holding israelí IDB Development Corporation Ltd. (IDBD), el REIT hotelero Condor Hospitality Trust y el edificio Lipstick en Nueva York.

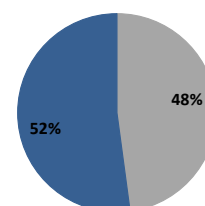
En la actualidad, IRSA divide sus negocios en dos centros de operaciones, los cuales se subdividen en diversos segmentos.

Ventas por Centro de Operaciones 2016



■ Centro de Operaciones Argentina ■ Centro de Operaciones Israel

EBITDA por Centro de Operaciones 2016



■ Centro de Operaciones Argentina ■ Centro de Operaciones Israel

### Centro de Operaciones Argentina

El Centro de Operaciones de Argentina incluye los segmentos de Centros Comerciales y Oficinas, operados principalmente a través de su subsidiaria IRSA Propiedades Comerciales S.A. (IRSA PC), Hoteles, Ventas y Desarrollos, Internacional y Operaciones Financieras.

**Centros Comerciales:** IRSA PC posee en la actualidad 16 centros comerciales con un total de 340.391 m2 de área bruta locativa, un portafolio de seis edificios de oficinas premium que totalizan unos 77.252 m2 alquilables y una importante reserva de tierras para futuros desarrollos comerciales. Los Centros Comerciales han sido históricamente la principal fuente de ventas y EBITDA de la compañía y en la actualidad se estima que la misma presenta una posición dominante en CABA y alrededores con un market share del 67%.

**Hoteles:** IRSA mantiene cierta exposición a la industria hotelera a través de una importante participación en tres hoteles de cinco estrellas cuyos ingresos provienen del alojamiento, servicios de gastronomía y restaurantes. En los últimos años, tanto las tarifas en dólares como las tasas de ocupación se han mantenido relativamente estables y en línea con el promedio histórico.

**Ventas y desarrollos:** IRSA adquiere y desarrolla complejos de departamentos para la vivienda y comunidades residenciales. Este segmento comprende tanto los resultados provenientes de las ventas de reservas de tierras y/o inmuebles para la venta, como los originados en su desarrollo y mantenimiento y, por lo tanto, se constituye en una actividad que presenta ingresos y una generación de EBITDA volátiles, fuertemente correlacionados con el nivel de actividad sectorial y el contexto macroeconómico local.

**Internacional:** este segmento incluye principalmente los activos y resultados operativos provenientes de la actividad vinculada con las asociadas Condor y Lipstick. La compañía mantiene una tenencia del 49.7% de New Lipstick, y 28.7% del REIT Condor Trust, ambas contabilizadas como asociadas. El edificio Lipstick cuenta con una superficie locativa de 58.094 m2, 95.15% ocupado a mar'17, mientras que Condor es un REIT listado en Nasdaq que se focaliza en hoteles de categoría media los cuales son operados por diversos operadores y franquicias.

**Operaciones Financieras:** IRSA mantiene una participación del 29.9% en el Banco Hipotecario. A mar'17, esta inversión generó ganancias por \$48 millones.

## Centro de Operaciones Israel

El Centro de Operaciones de Israel comprende a IDBD, uno de los mayores y más diversificados grupos de inversión de Israel, el cual participa a través de sus subsidiarias en numerosos mercados y sectores. La compañía controla directamente a Clal Insurance (Clal), una de las aseguradoras más grandes de Israel y a Discount Investment (DIC), quien controla a Property & Building, una compañía líder de real estate en Israel, y es el accionista mayoritario en Shufersal, la cadena de supermercados más grande de Israel, y de Cellcom, proveedor de telefonía celular líder. A mar'17, las inversiones de IRSA en IDBD y DIC ascendían a los US\$515 MM y US\$27 MM, con una participación accionaria del 68.3% en IDBD y del 8%, en forma indirecta, sobre DIC.

Fix observa que los márgenes consolidados de IDBD se han estabilizado en los últimos dos años en torno a 11-12% por una combinación de las operaciones de los supermercados (69% de las ventas) con altos volúmenes y bajos márgenes, compensado por el negocio de telecomunicaciones (23% de las ventas) y bienes raíces (8% de las ventas) que presentan márgenes superiores pero con una menor participación de los ingresos consolidados. La compañía de seguros, Clal, se encuentra actualmente clasificado como activo disponible para la venta.

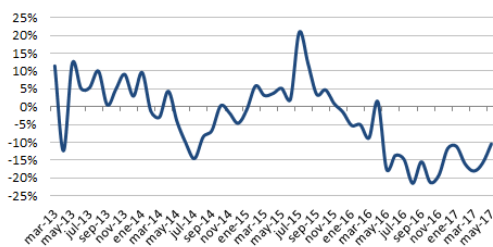
En términos consolidados, IDBD presenta un nivel de endeudamiento elevado con una relación Deuda Neta/ EBITDA de 10.7x, aunque sensiblemente inferior al observado en jun-16 en 25.6x. Si bien la calidad crediticia de IRSA no se encuentra afectada por la consolidación del holding israelí, ya que la deuda de IDBD no posee recurso sobre el patrimonio de su controlante ni del resto de sus subsidiarias, Fix considera que la compañía manejará sus vencimientos con una combinación de flujos propios, refinanciación de pasivos y fondos provenientes de la venta de Clal.

## Riesgo del sector

IRSA detenta una fuerte posición competitiva en los segmentos de centros comerciales y oficinas. En el segmento de centros comerciales, el principal competidor de su subsidiaria, IRSA PC, es la compañía chilena Cencosud S.A. Las ventas en los Centros Comerciales se encuentran altamente correlacionadas con el nivel de actividad y las tasas de interés. El sector de Consumo Masivo se caracteriza por ser inherentemente discrecional y las decisiones de consumo se encuentran afectadas por el salario real y la disponibilidad y el costo de financiación.

**Ventas reales en Centros Comerciales**

Variación interanual



**Índice de Confianza del Consumidor Nacional**



Durante los últimos 18 meses, las ventas reales en Centros Comerciales han observado caídas interanuales de hasta el 20% y aun no se observan signos de recuperación. No obstante, hacia 2018, y de demostrarse efectiva la actual política económica, se espera una recuperación gradual del sector.

Por otro lado, el segmento de oficinas es muy fragmentado, con un número grande de jugadores. IRSA tiene una posición importante en el sector, al liderar la oferta de oficinas de primera clase de la ciudad de Buenos Aires.

### **Posición competitiva**

A través de su participación en IRSA PC, la compañía mantiene de una posición de liderazgo en el mercado de centros comerciales en la Ciudad de Buenos Aires (área de más alto nivel demográfico del país y con un poder adquisitivo superior al promedio nacional) y se estima que presenta una participación de mercado cercana al 67%. Los niveles de ocupación se han ubicado entre 97% y el 99% en los últimos cinco años, aún en la crisis económica de 2002, la ocupación se ubicó en torno al 90%.

El segmento de oficinas se caracteriza por ser un mercado atomizado y fragmentado. IRSA tiene una posición importante en el sector, al liderar la oferta de oficinas de primera clase de la ciudad de Buenos Aires.

### **Administración y calidad de los accionistas**

IRSA es controlada en un 63.4% por Cresud (calificada AA-(arg) por FIX SCR), compañía que además de su participación en IRSA, se dedica a la actividad inmobiliaria agropecuaria, contando con un importante portafolio de campos en la región. El grupo accionario cuenta con una amplia trayectoria en el negocio de bienes raíces y ha demostrado un importante acceso a los mercados financieros y de capitales. El cuadro a continuación presenta la contribución de IRSA al EBITDA de su controlante.

### **Factores de riesgo**

**Riesgo de descalce mitigado por el valor de sus activos:** La compañía se encuentra expuesta al riesgo de descalce de moneda en el mercado local debido a su generación de fondos en pesos y su deuda concentrada en dólares. Dicho riesgo se ve parcialmente mitigado por la fuerte correlación entre el valor de mercado de sus activos y el valor del dólar, por contar con inversiones inmobiliarias y financieras en el exterior, y por la generación de flujos de fondos de IDBD en Shekels, moneda que ha presentado históricamente baja volatilidad respecto al dólar.

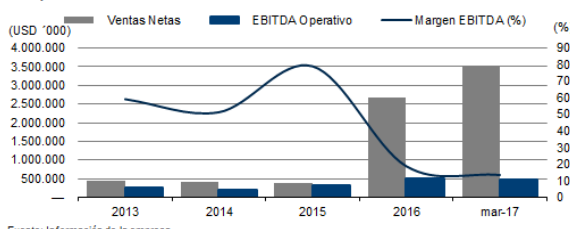
**Inversiones de IRSA en IDBD:** IDBD afrontará su mayor concentración de vencimientos de deuda por \$6.500 MM en nov'19. Si bien Fix considera que la compañía logrará cumplir con sus vencimientos, futuros aportes de fondos podrían presionar la liquidez y el nivel de endeudamiento de IRSA. No obstante, las deudas de IDBD no poseen recurso sobre el patrimonio de IRSA ni de ninguna de sus subsidiarias.

## Perfil Financiero

### Rentabilidad

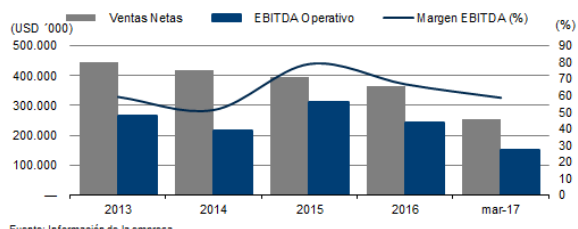
A jun'16, IRSA generó ventas y EBITDA por US\$2.687 MM y US\$508 MM respectivamente. El importante crecimiento de las ventas y caída en los márgenes de rentabilidad se deben principalmente a la consolidación de IDBD en los balances de la compañía. En el Centro de Operaciones Argentina, que excluye las operaciones del holding israelí, IRSA presenta ventas en dólares levemente declinantes con una generación de EBITDA y márgenes en torno al promedio histórico, debido a la importancia y la estabilidad de los flujos generados por su subsidiaria IRSA PC.

**Evolución Ventas - EBITDA**  
Incluye IDBD



Fuente: Información de la empresa

**Evolución Ventas - EBITDA**  
Excluye IDBD

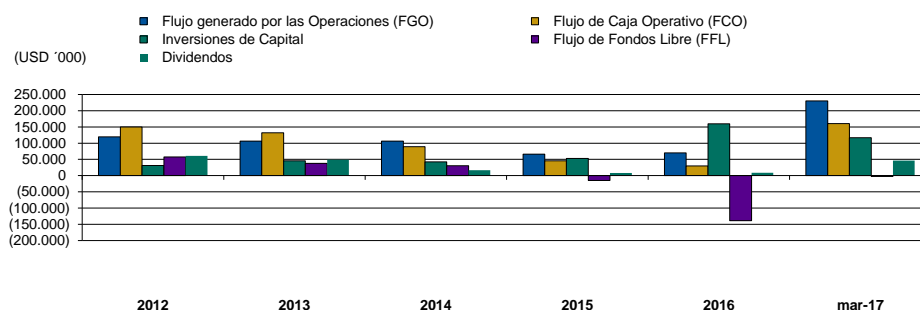


Fuente: Información de la empresa

### Flujo de fondos

Históricamente, IRSA ha presentado una fuerte generación interna de fondos. A mar'17, el Flujo de Caja Operativo ascendió a US\$161 MM, mientras que el Flujo de Fondos Libres (FFL) fue levemente negativo en US\$2.4 MM, explicado principalmente por un elevado nivel de inversiones por US\$117 MM. La compañía ha distribuido en los últimos años entre US\$50-60 MM en dividendos, en mayor parte recibidos de IRSA PC. Fix estima que IRSA presentará un FFL más presionado debido a los proyectos de expansión en los segmentos de Centros Comerciales y Oficinas.

### Flujo de fondos



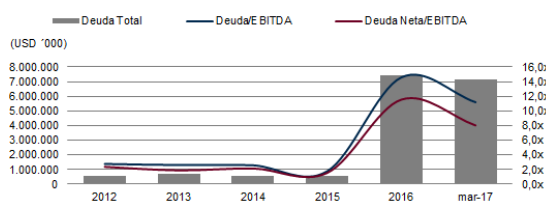
Fuente: Información de la empresa

### Liquidez y estructura de capital

Fix analiza la estructura de capital de IRSA excluyendo el Centro de Operaciones de Israel. En nuestra opinión, la consolidación de IDBD no tiene impacto sobre la calidad crediticia de IRSA puesto que ninguna deuda del holding israelí tiene recurso sobre el patrimonio de su controlante.

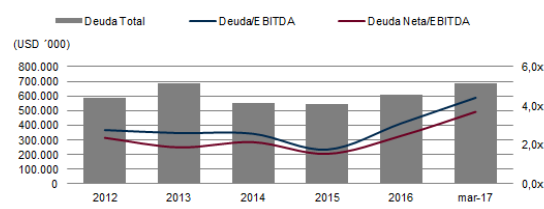
A mar'17, IRSA presentaba niveles de endeudamiento moderadamente superiores respecto a su promedio histórico con una relación deuda a EBITDA que se ubicó en 4.4x. Esto se debe principalmente a la emisión de las Obligaciones Negociables Clase 7 y 8 que amortizan el total del capital a su vencimiento en sep'19. Fix espera que la compañía mantenga, en el mediano plazo, niveles de endeudamiento similares en torno a 4.0x-4.5x. En términos consolidados, Fix estima que IRSA mantendrá coberturas de intereses superiores a 1.5x EBITDA y ratios de endeudamiento decrecientes.

**Deuda Total y Endeudamiento**  
Incluye IDBD



Fuente: Información de la empresa

**Deuda Total y Endeudamiento**  
Excluye IDBD



Fuente: Información de la empresa

La deuda financiera de IRSA ascendía, a mar-17, a los US\$685 MM, principalmente denominada en dólares, de los cuales US\$360 MM corresponden a la Obligación Negociable Clase 2 emitida por su subsidiaria IRSA PC con vencimiento en 2023. Si bien Fix considera que la compañía se encuentra expuesta a riesgo de descalce de moneda, este se ve mayormente mitigado por el elevado nivel de activos valuados en dólares y por contar con un perfil de deuda concentrado en el largo plazo.

La compañía presenta una sólida liquidez con una posición de caja y equivalentes, a mar'17, por US\$2.030 MM y cubría en 1.7x la deuda de corto plazo que ascendía a los US\$1.170 MM. Fix no considera que existan mayores presiones que afecten significativamente la liquidez de la compañía en el corto plazo, y estima que dichos niveles le otorgan mayor flexibilidad para financiar futuros proyectos de inversión.

### Fondeo y flexibilidad financiera

IRSA presenta una elevada flexibilidad financiera producto de una fuerte y estable generación de fondos, una sólida posición de liquidez y un importante historial de emisiones internacionales a nivel grupo. Asimismo, la compañía detenta un sólido acceso a crédito bancario local e internacional, en parte explicado por su participación del 30% en el Banco Hipotecario y su extenso portafolio de activos e inversiones en el exterior, principalmente a través del control del holding israelí IDBD.

## Anexo I. Resumen Financiero

A partir del ejercicio iniciado el 1 de Julio de 2012, IRSA PC ha adoptado las normas internacionales de información financiera (NIIF), en línea con la Resolución General N° 562/09. Para el cálculo de los ratios a mar'17 se han anualizado los resultados del periodo de 9 meses.

### Resumen Financiero - IRSA Inversiones y Representaciones S.A.

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

	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	
	mar-17	2016	2015	2014	2013	2012
Cifras consolidadas						
<b>Rentabilidad</b>						
<b>EBITDA Operativo</b>	<b>7.504.000</b>	<b>6.178.000</b>	<b>2.690.643</b>	<b>1.462.975</b>	<b>1.295.659</b>	<b>911.844</b>
<b>Margen de EBITDA</b>	<b>13,6</b>	<b>18,9</b>	<b>79,1</b>	<b>51,4</b>	<b>59,2</b>	<b>58,2</b>
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	8,6	2,6	15,4	17,3	12,5	14,9
Margen del Flujo de Fondos Libre	(0,1)	(5,2)	(3,8)	7,2	8,4	15,8
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	31,3	(23,3)	24,0	(29,2)	10,2	10,2
<b>Coberturas</b>						
FGO / Intereses Financieros Brutos	1,7	1,4	1,9	2,5	2,6	2,8
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	1,6	2,6	4,2	3,0	3,9	3,3
EBITDA / Servicio de Deuda	0,4	0,3	1,4	1,2	1,2	1,1
FGO / Cargos Fijos	1,7	1,4	1,9	2,5	2,6	2,8
FFL / Servicio de Deuda	0,3	0,0	0,3	0,6	0,5	0,6
(FFL + Caja e Inv. Corrientes) / Servicio de Deuda	1,5	1,0	0,6	1,2	1,2	1,1
FCO / Inversiones de Capital	1,4	0,2	0,9	2,1	2,9	4,8
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>						
Deuda Total Ajustada / FGO	10,0	34,9	4,1	3,7	4,3	3,3
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	11,2	18,3	1,9	3,1	2,9	2,9
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	8,0	14,5	1,6	2,6	2,2	2,5
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	11,2	18,3	1,9	3,1	2,9	2,9
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	8,0	14,5	1,6	2,6	2,2	2,5
Costo de Financiamiento Implícito (%)	5,7	4,0	13,5	12,0	10,4	11,0
Deuda Garantizada / Deuda Total						
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2
<b>Balance</b>						
Total Activos	166.529.000	159.000.000	10.250.976	9.810.106	8.326.529	6.600.565
Caja e Inversiones Corrientes	31.817.000	23.522.000	621.637	760.278	796.902	380.640
Deuda Corto Plazo	18.344.000	22.252.000	1.247.796	737.477	772.529	575.687
Deuda Largo Plazo	93.934.000	90.680.000	3.736.028	3.756.003	2.922.642	2.065.826
<b>Deuda Total</b>	<b>112.278.000</b>	<b>112.932.000</b>	<b>4.983.824</b>	<b>4.493.480</b>	<b>3.695.171</b>	<b>2.641.513</b>
Deuda asimilable al Patrimonio						
<b>Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio</b>	<b>112.278.000</b>	<b>112.932.000</b>	<b>4.983.824</b>	<b>4.493.480</b>	<b>3.695.171</b>	<b>2.641.513</b>
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
<b>Deuda Total Ajustada</b>	<b>112.278.000</b>	<b>112.932.000</b>	<b>4.983.824</b>	<b>4.493.480</b>	<b>3.695.171</b>	<b>2.641.513</b>
<b>Total Patrimonio</b>	<b>18.852.000</b>	<b>13.501.000</b>	<b>2.871.166</b>	<b>2.556.596</b>	<b>3.130.689</b>	<b>2.698.208</b>
<b>Total Capital Ajustado</b>	<b>131.130.000</b>	<b>126.433.000</b>	<b>7.854.990</b>	<b>7.050.076</b>	<b>6.825.860</b>	<b>5.339.721</b>
<b>Flujo de Caja</b>						
<b>Flujo generado por las Operaciones (FGO)</b>	<b>3.596.000</b>	<b>854.000</b>	<b>567.987</b>	<b>725.496</b>	<b>521.814</b>	<b>514.431</b>
Variación del Capital de Trabajo	(1.087.000)	(489.000)	(173.091)	(118.449)	126.020	128.213
<b>Flujo de Caja Operativo (FCO)</b>	<b>2.509.000</b>	<b>365.000</b>	<b>394.896</b>	<b>607.047</b>	<b>647.834</b>	<b>642.644</b>
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(1.822.000)	(1.944.000)	(455.153)	(288.077)	(223.871)	(133.698)
Dividendos	(724.000)	(106.000)	(69.200)	(113.251)	(239.652)	(260.578)
<b>Flujo de Fondos Libre (FFL)</b>	<b>(37.000)</b>	<b>(1.685.000)</b>	<b>(129.457)</b>	<b>205.719</b>	<b>184.311</b>	<b>248.368</b>
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	242.000	1.449.000	2.446.685	402.139	(16.085)	(168.695)
Otras Inversiones, Neto	2.439.000	8.705.000	(1.838.123)	(1.031.182)	139.818	(112.252)
Variación Neta de Deuda	4.079.000	(256.000)	(465.753)	(422.180)	363.733	(46.044)
Variación Neta del Capital	0	0	(228.101)	(4.163)	(152.102)	56.424
Otros (Inversión y Financiación)	1.099.000	168.000	(79.715)	357.759	0	(6.935)
<b>Variación de Caja</b>	<b>7.822.000</b>	<b>8.381.000</b>	<b>(294.464)</b>	<b>(491.908)</b>	<b>519.675</b>	<b>(29.134)</b>
<b>Estado de Resultados</b>						
<b>Ventas Netas</b>	<b>55.201.000</b>	<b>32.675.000</b>	<b>3.402.629</b>	<b>2.845.176</b>	<b>2.187.180</b>	<b>1.567.251</b>
Variación de Ventas (%)	179,8	860,3	19,6	30,1	39,6	8,7
<b>EBIT Operativo</b>	<b>3.147.000</b>	<b>3.484.000</b>	<b>2.515.362</b>	<b>1.237.156</b>	<b>1.075.638</b>	<b>734.390</b>
Intereses Financieros Brutos	4.836.000	2.381.000	640.730	492.864	330.122	279.086
<b>Resultado Neto</b>	<b>3.799.000</b>	<b>(1.872.000)</b>	<b>650.625</b>	<b>(831.617)</b>	<b>297.208</b>	<b>280.081</b>

## 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

### **Obligaciones Negociables (ON) Clase 2 por hasta USD 150 MM. En circulación USD71MM.**

El 15/7/2010 IRSA emitió la segunda serie de ON por USD 150 MM.

Se tratan de obligaciones negociables simples por un valor nominal de hasta USD 150 millones, Clase 2, del mencionado programa global de emisión de obligaciones negociables por un valor nominal de hasta USD 400 millones.

Los fondos provenientes de la emisión fueron destinados a financiar inversiones de capital, capital de trabajo, repago de deuda y aportes de capital a subsidiarias.

Las Obligaciones Negociables Clase 2 tienen vencimiento el 20/7/2020. Las ONs devengarán tasa fija anual del 11.5%; los intereses serán abonados semestralmente por semestre vencido.

Las Obligaciones Negociables constituyen obligaciones directas, incondicionales, no subordinadas y no garantizadas, y en todo momento cuentan con igual prioridad de pago que todas sus demás deudas no garantizadas y no subordinadas, presentes y futuras.

### **Obligaciones Negociables (ON) Clase 7 (VII) por hasta \$ 150 MM- Emitido \$ 384MM\***

Obligaciones negociables en pesos emitidas por \$ 384MM, tasa de intereses variable (BADLAR +2,99%) y fecha de vencimiento el 9/09/2019. Los fondos provenientes de la emisión serán destinados al repago de deudas de corto plazo, a la integración de capital de trabajo y a la compra de activos físicos en Argentina.

El capital será amortizado en una única cuota en la fecha de vencimiento. Los intereses serán pagaderos trimestralmente.

### **Obligaciones Negociables (ON) Clase 8 (VIII) por hasta Dólares equivalentes a \$ 150 MM- Emitido USD 185 MM\***

Obligaciones negociables en USD emitidas por USD185MM, tasa de intereses fija (7%) y fecha de vencimiento el 09/09/2019. Los fondos provenientes de la emisión serán destinados al repago de deudas de corto plazo, a la integración de capital de trabajo y a la compra de activos físicos en Argentina.

El capital será amortizado en una única cuota en la fecha de vencimiento. Los intereses serán pagaderos trimestralmente.

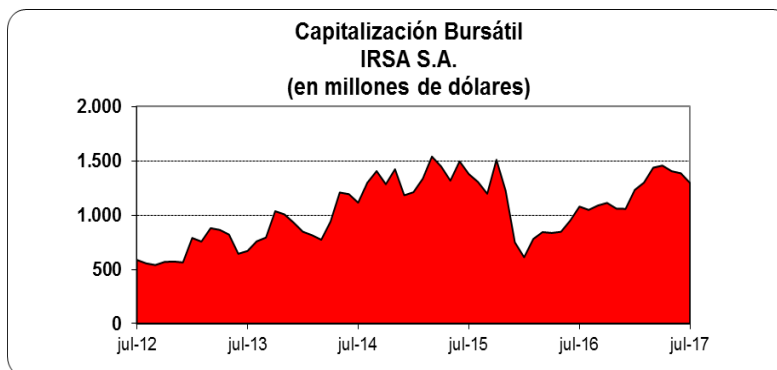
\*ON Clase 7 y Clase 8 ampliable en forma conjunta por hasta USD 299MM.

## Anexo IV. Acciones

### Liquidez de la acción de IRSA en el mercado

IRSA cotiza sus acciones en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires desde 1948, mientras que los GDSs (Global Depositary Shares) lo hacen en la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE) desde el 20/12/94. A jul'17, la capitalización bursátil de IRSA totalizaba USD 1.295 millones. El cuadro a continuación detalla la evolución de la capitalización bursátil de la compañía desde jul'12.

*Fuente: Económica*



### Presencia

En los doce meses móviles a jul'17, la acción de IRSA mantuvo una presencia del 100% sobre el total de ruedas en las que abrió la bolsa local.

### Rotación

Al contemplar la cantidad de acciones negociadas en los últimos doce meses a jul'17, se observa que la acción de IRSA registró una rotación del 79%. Por su parte, la rotación del último trimestre se ubicó en 15%.

### Participación

En los últimos doce meses a jul'17, el volumen negociado por IRSA en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires fue de \$ 521 millones y tuvo una participación sobre el volumen total negociado en el mercado del 0,6%. Por otra parte, el ADR de IRSA negoció un total de USD 253 millones en el NYSE durante el período observado, lo cual representó la mayor parte del volumen operado por la compañía.

En conclusión, se considera que la acción de IRSA 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 24 de agosto de 2017 confirmó\* en la **Categoría AA+(arg)** a los siguientes títulos de **Inversiones y Representaciones S.A.:**

- ON Clase 2 por USD 150 MM
- ON Clase 7 por hasta \$ 150 MM\*\*
- ON Clase 8 por hasta Dólares equivalentes a \$ 150 MM\*\*

\*\* ON Clase 7 y Clase 8 ampliable en forma conjunta por hasta USD299MM.

La Perspectiva es 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)".

Adicionalmente, 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** las acciones ordinarias de IRSA.

**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 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.

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

### Fuentes

- Balances auditados hasta el 31/03/17. Auditor externo a la fecha del último balance: Price Waterhouse & Co S.R.L. Disponible en [www.cnv.gov.ar](http://www.cnv.gov.ar)
- Suplemento del prospecto de emisión de los títulos, disponibles en [www.cnv.gov.ar](http://www.cnv.gov.ar): Serie 1 de fecha 11/1/2007, Clase 2 de fecha 12/5/2012, Clase 5 y Clase 6, de fecha 14/2/2014, Clase 7 y 8, de fecha 24/08/2016.

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

**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.