

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

Informe integral

Factores relevantes de la calificación

Sólida posición competitiva: Cresud detenta una fuerte posición competitiva en el mercado agropecuario e inmobiliario en Argentina, principalmente a través de su participación controlante en IRSA, la mayor compañía de bienes raíces del país (calificada en AA+(arg) por FIX). IRSA posee, a través de IRSA PC, 16 centros comerciales en el país con un área locativa bruta de aprox. 340.391m2 y mantiene un portfolio de oficinas Premium por 77.252 m2. IRSA 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.

Calidad crediticia vinculada a la 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 en las calificaciones de ambas compañías se basa en el más débil perfil financiero no consolidado de Cresud. La compañía agrega al análisis consolidado alrededor de US\$344 MM de deuda (33% del total excluyendo IDBD) y un flujo de fondos acotado con un perfil más volátil.

Generación de fondos volátil: La calidad crediticia de Cresud permanece expuesta a la volatilidad del negocio agropecuario. La producción y rentabilidad se encuentran expuestas principalmente a factores climáticos, mientras que el desarrollo de tierras y venta de propiedades rurales presentan un nivel de actividad volátil y se encuentran fuertemente ligadas al entorno regulatorio, a la evolución del tipo de cambio y a la disponibilidad de tierras.

Diversificado portafolio de activos: La calificación contempla la importante posición de activos de la compañía y su diversificación internacional. A mar'17, la cartera de tierras de Cresud alcanzaba las 472.133 hectáreas en reserva y 297.023 productivas distribuidas entre Argentina, Brasil, Bolivia y Paraguay. Si bien la compañía se encuentra expuesta al riesgo de descalce de moneda, dicho riesgo se ve parcialmente mitigado por su portafolio de activos denominado en dólares y la generación de fondos provenientes de actividades agropecuarias.

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, ya que la deuda del holding israelí no posee recurso sobre el patrimonio de Cresud 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 la calificación de Cresud podría variar en función de un cambio de la calificación de IRSA. Asimismo, un cambio en el nivel de apalancamiento por encima de la volatilidad del sector o una mayor dependencia de la compañía a los flujos de IRSA podría presionar la calificación a la baja.

Liquidez y estructura de capital

Apalancamiento moderado y fuerte posición de liquidez: A mar'17, Cresud (excluyendo IDBD) alcanzaba un ratio de deuda a EBITDA de 7,0x y una cobertura de intereses con EBITDA de 1,6x. 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.

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 22 por hasta dólares equivalente \$ 75 MM*	AA-(arg)
Acciones Ordinarias	1

Perspectiva Estable

Resumen Financiero

Cifras excluyen IDBD	9M	12M
	mar-17	jun-16
	NIIF 1	NIIF 1
Total Activos (\$ MM)	23.82	8.855
Total Deuda Financiera (\$ MM)	11277	2.151
Ingresos (\$ miles)	6.693.000	7.155.000
EBITDA (\$ miles)	1724.000	3.303.000
EBITDA (%)	26%	46%
Deuda/ EBITDA ₂	7,02	4,12
Deuda Neta/ EBITDA ₂	2,11	3,46
EBITDA/ intereses	1,59	2,26

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
 Director Asociado
 5235-8121
pablo.artusso@fixscr.com

Analista Secundario

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

Perfil del negocio

Cresud es una compañía agrícola dedicada a la adquisición, desarrollo y operación de campos con potencial de apreciación. La compañía posee un importante portafolio de campos con una superficie total de aproximadamente 769.156 hectáreas propias distribuidas en Argentina, Brasil, Bolivia y Paraguay. Las operaciones en Brasil y en Paraguay se llevan a cabo a través de Brasilagro, empresa que se consolida desde 2012.

La compañía posee una participación de aproximadamente un 63.4% de IRSA, una empresa de bienes raíces líder en el país dedicada a la adquisición, desarrollo y operación de edificios de oficina, centros comerciales, hoteles de lujo e inmuebles destinados a vivienda. Adicionalmente, IRSA 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, Cresud divide sus negocios en tres segmentos: Negocio Agropecuario, Centro de Operaciones Argentina (incluye principalmente las operaciones de IRSA Propiedades Comerciales) y Centro de Operaciones Israel (comprende a IDBD, uno de los mayores y más diversificados grupos de inversión de Israel).

Ventas por Segmentos 2016



EBITDA por Segmentos 2016

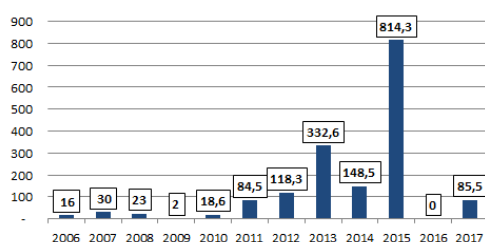


Los Negocios Agropecuarios de Cresud comprenden principalmente la adquisición, transformación y venta de tierras y la producción agropecuaria, hacienda y leche. Actualmente la compañía posee 769.156 hectáreas (has.), distribuidas en Argentina, Brasil, Bolivia y Paraguay, compuestas por 297.023 has. productivas y 472.133 has. en reserva, y alquila adicionalmente 83.467 has.

Adquisición, transformación y venta de tierras: el desarrollo de tierras y venta de propiedades rurales presenta un nivel de actividad volátil y se encuentra fuertemente ligada a las condiciones de rentabilidad del sector agropecuario, al entorno regulatorio, a la evolución del tipo de cambio y a la disponibilidad de tierras. Luego de haber realizado ventas por \$814 MM en 2015, la compañía no ha vendido campos durante el ejercicio fiscal 2016, principalmente debido al control de capitales vigente hasta diciembre 2015. Durante el ejercicio fiscal 2017, Cresud vendió dos campos por un monto total de US\$6 MM. La compañía logra vender sus propiedades, en promedio, por un monto de entre 2-3x su valor en libros.

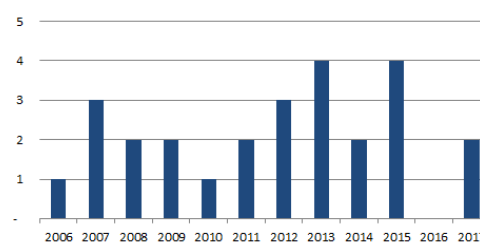
Ventas de Campos

ARS' MM



Ventas de Campos

Cantidad



Producción agropecuaria, hacienda y leche: la producción agropecuaria se encuentra expuesta principalmente a factores climáticos, aunque estos se ven mitigados por la diversificación geográfica de los campos en Argentina, Brasil, Bolivia y Paraguay. Desde 2015 se observa un declino en la producción aunque dentro de los promedios históricos.

Granos - Volumen de Producción					
	2013	2014	2015	2016	III-2017
Maíz	107.257	155.759	310.874	220.234	242.641
Soja	220.293	242.349	279.608	179.916	17.320
Trigo	4.505	12.373	15.990	15.578	30.989
Songo	-	4.502	1.740	1.051	731
Girasol	12.437	5.803	11.992	3.053	3.853
Otros	10.899	2.476	6.999	6.432	3.093
Total	355.391	423.262	627.203	426.264	298.627

Caña de Azucar - Volumen de Producción					
	2013	2014	2015	2016	III-2017
Caña de Azucar	1.156.848	657.547	928.273	1.228.830	580.783

Producción Ganadera y Lechera - Volumen de Producción					
	2013	2014	2015	2016	III-2017
Hacienda Carne	8.196	7.459	7.812	7.714	6.874
Leche	4.624	19.320	17.526	16.273	10.933

Elaborado por Fix en base a información de la empresa. Cifras en toneladas.

Riesgo del sector

El sector de producción agropecuaria se encuentra expuesto a la volatilidad de precios de los granos y los factores climáticos que afectan los rindes de cada campaña y, en consecuencia, los márgenes de rentabilidad. La actividad de desarrollo y venta de campos presenta una elevada volatilidad y se encuentra expuesta a la disponibilidad de tierras y oportunidades de compra y a la evolución del tipo de cambio. No obstante, la diversificación geográfica y productiva del portafolio de activos de la compañía, mitigan parcialmente dicha volatilidad.

Adicionalmente, Cresud se encuentra expuesta, a través de su subsidiaria IRSA, a los riesgos inherentes a la actividad inmobiliaria en Argentina, principalmente a los ciclos económicos y a la disponibilidad del crédito hipotecario.

Posición competitiva

Cresud es una de las principales compañías agropecuarias del país, dentro de un sector que posee un elevado grado de atomización. La compañía cuenta con un significativo portafolio de campos con una superficie total de aproximadamente 769.156 hectáreas propias distribuidas en Argentina, Brasil, Bolivia y Paraguay, y basa su estrategia en una visión inmobiliaria del negocio agropecuario. El objetivo de Cresud se focaliza en consolidar su posición competitiva en el país, y expandir sus negocios en la región.

Adicionalmente, a través de su participación en IRSA e 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%.

Administración y calidad de los accionistas

Cresud S.A.C.I.F.Y.A. es una sociedad controlada por IFISA en un 31%. El 63% del paquete accionario cotiza en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y sus ADR en el mercado accionario NASDAQ en Estados Unidos.

Factores de riesgo

Riesgo de descalce mitigado por el valor de sus activos: La calidad crediticia de Cresud permanece expuesta al riesgo asociado a operar en la industria de bienes raíces en Argentina, incluyendo el riesgo de descalce de moneda ante una eventual devaluación por poseer su deuda (excluye deudas por centro de operaciones en Israel) principalmente en moneda extranjera, y la mayor parte de su flujo de fondos estable en moneda local. Esto se encuentra parcialmente mitigado por la venta de granos, por su portafolio de activos denominado en dólares, por la estructura de su deuda, que no detenta importantes amortizaciones de capital en dólares en el mediano plazo, y por contar con inversiones inmobiliarias y financieras en el exterior.

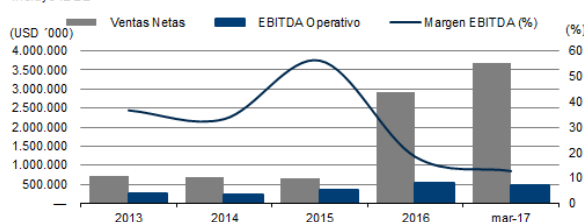
Inversiones de IRSA en IDBD: IDBD afrontará su mayor concentración de vencimientos de deuda por \$6.500 MM en nov'19. Si bien Fix considera que la compañía logrará cumplir con sus vencimientos, futuros aportes de fondos podrían presionar la liquidez y el nivel de endeudamiento de Cresud. No obstante,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

Perfil Financiero

Rentabilidad

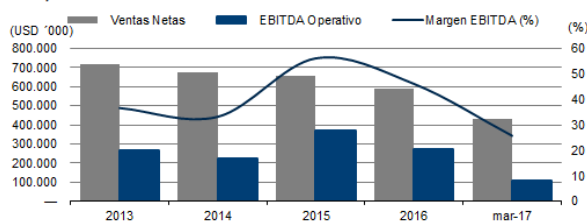
A jun'16, Cresud generó ventas y EBITDA por US\$2.910 MM y US\$535 MM respectivamente. El importante crecimiento de las ventas y caída en los márgenes de rentabilidad se deben principalmente a la consolidación de IDBD en los balances de la compañía. En el Centro de Operaciones Argentina, que excluye las operaciones del holding israelí, Cresud presenta ventas en dólares declinantes con una generación de EBITDA y márgenes por debajo al promedio histórico, debido a la volatilidad en la venta de campos y un leve declino en la producción agropecuaria.

Evolución Ventas - EBITDA
Incluye IDBD



Fuente: Información de la empresa

Evolución Ventas - EBITDA
Excluye IDBD

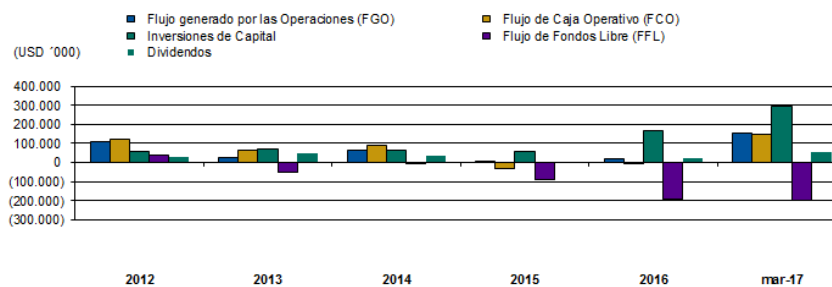


Fuente: Información de la empresa

Flujo de fondos

En términos consolidados, Cresud ha presentado históricamente Flujos de Fondos Libres (FFL) negativos a pesar de la fuerte generación de fondos de su subsidiaria IRSA (controlante de IRSA PC), debido principalmente a la volatilidad del negocio agropecuario y de las ventas de campos. A mar'17, el FFL consolidado fue de -US\$199 MM, explicado por un elevado nivel de inversiones de US\$295 MM, de los cuales US\$117 MM corresponden a inversiones realizadas por IRSA. Cresud en términos individuales (excluyendo a IRSA), ha realizado la compra de una propiedad agrícola a través de Brasilagro por aproximadamente US\$31 MM, mantenimiento y desarrollo de campos y una recompra parcial de las ON Clase 14, 16 y 18 por un monto total de US\$10 MM.

Flujo de fondos



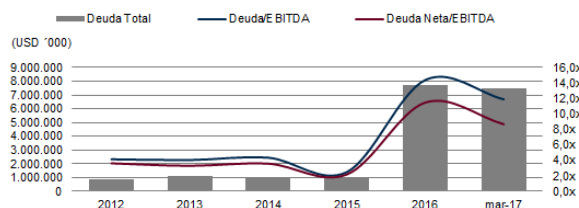
Fuente: Información de la empresa

Liquidez y estructura de capital

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

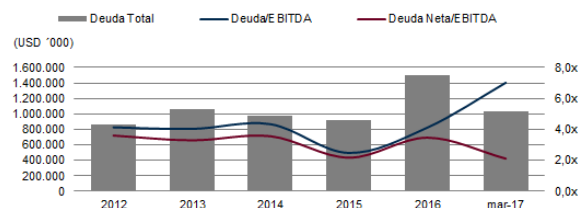
A mar'17, Cresud presentaba niveles de endeudamiento neto inferiores respecto a su promedio histórico con una relación deuda neta a EBITDA que se ubicó en 2.1x. Fix espera que la compañía mantenga, en el mediano plazo, niveles de endeudamiento neto superiores en torno a 3.0x-3.5x.

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 Cresud ascendía, a mar-17, a los US\$1.029 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, US\$167 MM corresponden a las ON emitidas por Cresud con vencimiento en 2018-2019, y US\$280 MM corresponden a las ON emitidas por IRSA con vencimiento en 2019-2020. El remanente se compone de deuda bancaria en pesos y en moneda extranjera. Si bien 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. Fix estima que Cresud refinanciará sus Obligaciones Negociables con una combinación de nuevas emisiones, apertura de capital de IRSA PC y parte de su elevada liquidez.

Cresud agrega al análisis consolidado alrededor de US\$344 MM de deuda (33% del total excluyendo IDBD) y un flujo de fondos acotado con un perfil más volátil.

La compañía presenta una sólida liquidez con una posición de caja y equivalentes, a mar'17, por US\$2.036 MM y cubría en 1.6x la deuda de corto plazo que ascendía a los US\$1.294 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

Cresud presenta una elevada flexibilidad financiera de una sólida posición de liquidez y un importante historial de emisiones internacionales a nivel grupo. Asimismo, la compañía detenta un importante acceso a crédito bancario local e internacional, en parte explicado por su participación indirecta a través de IRSA en el Banco Hipotecario y su extenso portafolio de activos e inversiones en el exterior, principalmente a través del control indirecto 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 - Cresud S.A.C.I.F. y A. (miles de \$, año fiscal finalizado en Junio)

	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	
	<u>mar-17</u>	<u>2016</u>	<u>2015</u>	<u>2014</u>	<u>2013</u>	<u>2012</u>
	9 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	7.401.000	6.507.000	3.177.109	1.530.653	1.212.246	893.336
EBITDAR Operativo	7.401.000	6.507.000	3.177.109	1.530.653	1.212.246	893.336
Margen de EBITDA	12,8	18,4	56,2	33,2	34,4	32,4
Margen de EBITDAR	12,8	18,4	56,2	33,2	34,4	0,3
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	11,2	7,8	15,6	10,3	6,2	10,8
Margen del Flujo de Fondos Libre	(5,4)	(6,6)	(14,0)	(1,4)	(9,5)	5,9
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	5,2	(6,8)	12,0	(9,6)	1,7	1,8
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	1,5	1,1	1,1	1,6	1,2	2,2
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	1,5	2,4	3,6	2,1	2,5	2,3
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	1,5	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	1,5	1,1	1,1	1,6	1,2	2,2
FFL / Servicio de Deuda	0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,4
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	1,3	0,9	0,3	0,6	0,6	0,7
FCO / Inversiones de Capital	0,5	(0,0)	(0,6)	1,4	0,7	2,2
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	11,9	40,0	8,7	6,8	10,0	4,5
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	11,9	18,0	2,6	5,2	4,7	4,3
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	8,7	14,4	2,3	4,3	3,9	3,8
Costo de Financiamiento Implícito (%)	5,7	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	175.621.000	166.001.000	15.912.314	15.783.688	12.410.725	9.755.212
Caja e Inversiones Corrientes	31.900.000	23.769.000	1.033.905	1.428.963	1.047.586	497.498
Deuda Corto Plazo	20.277.000	23.488.000	2.476.886	2.639.491	1.527.390	1.095.235
Deuda Largo Plazo	97.389.000	93.808.000	5.832.973	5.315.335	4.189.896	2.787.945
Deuda Total	117.666.000	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	117.666.000	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	117.666.000	117.296.000	8.309.859	7.954.826	5.717.286	3.883.180
Total Patrimonio	21.273.000	15.232.000	4.514.766	4.434.786	4.719.066	4.054.059
Total Capital Ajustado	138.939.000	132.528.000	12.824.625	12.389.612	10.436.352	7.937.239
Flujo de Caja						
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	2.399.000	197.000	65.421	433.791	88.335	460.153
Variación del Capital de Trabajo	(68.000)	(249.000)	(352.348)	188.035	184.468	77.034
Flujo de Caja Operativo (FCO)	2.331.000	(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	(4.615.000)	(2.033.000)	(470.310)	(441.039)	(368.993)	(241.683)
Dividendos	(822.000)	(239.000)	(33.509)	(243.637)	(239.352)	(134.129)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(3.106.000)	(2.324.000)	(790.746)	(62.850)	(335.542)	161.375
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	322.000	1.406.000	2.764.747	528.949	362.232	(369.683)
Otras Inversiones, Neto	4.808.000	9.279.000	(1.438.488)	(973.855)	(207.492)	(133.031)
Variación Neta de Deuda	4.793.000	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)	968.000	(437.000)	(74.891)	152.673	(193.877)	4.542
Variación de Caja	7.785.000	8.212.000	(409.817)	(133.431)	417.106	(155.713)
Estado de Resultados						
Ventas Netas	57.723.000	35.384.000	5.651.805	4.604.011	3.528.551	2.757.419
Variación de Ventas (%)		526,1	22,8	30,5	28,0	29,2
EBIT Operativo	2.952.000	3.738.000	2.919.287	1.233.734	932.508	654.489
Intereses Financieros Brutos	5.042.000	2.739.000	886.710	737.913	483.772	396.221
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	3.515.000	(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.

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

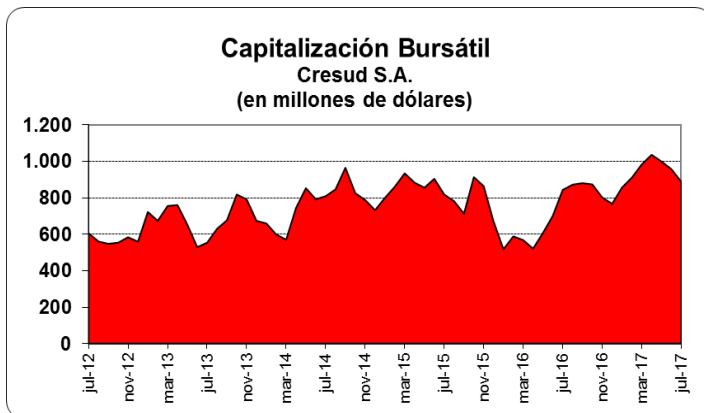
Las ONs Clase 22 fueron emitidas por un valor nominal de USD23MM, su precio de emisión fue 97.65% del valor nominal, y serán pagaderas en pesos al tipo de cambio aplicable en cada fecha de pago. El vencimiento será el 12/08/2019 y el capital será amortizado 50% en el mes 44 y 50% a la fecha de vencimiento. 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 jul'17, la capitalización bursátil de Cresud totalizaba USD 887 millones. El cuadro a continuación detalla la evolución de la capitalización bursátil de la compañía desde jul'12.

Fuente: *Económica*.



Presencia

En los últimos doce meses a jul'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 jul'17, la acción de Cresud registró una rotación del 112% sobre el capital flotante en el mercado. Por su parte, la rotación del último trimestre se ubicó en 22%.

Participación

En los últimos doce meses a jul'17, el volumen negociado por Cresud en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires fue de \$ 3.206 millones y tuvo una participación sobre el volumen total negociado en el mercado del 4,2%. Por otra parte, el ADR de Cresud negoció un total de USD 349 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 24 de agosto 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 22 por hasta US\$ equivalente a \$ 75 MM o el monto mayor o menor que determine la compañía.

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)".

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 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.

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

Fuentes

➤ Balances hasta el 31-03-17 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 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 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.