

## 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 22 por hasta dólares equivalente \$ 75 MM*            | AA-(arg) |
| ON Clase 23 por hasta US\$ 50 MM (ampliable hasta US\$ 200 MM) | AA-(arg) |
| Acciones Ordinarias  | 1        |
| Perspectiva  | Estable  |

#### Resumen Financiero

| Cifras excluyen IDBD           | 6M     | 12M    |
|--------------------------------|--------|--------|
|                                | dic-17 | jun-17 |
|                                | NIIF 1 | NIIF 1 |
| Total Activos (\$ MM)          | 78.646 | 62.482 |
| Total Deuda Financiera (\$ MM) | 22.801 | 17.877 |
| Ingresos (\$ MM)               | 6.305  | 9.496  |
| EBITDA (\$ MM)                 | 1.370  | 2.221  |
| EBITDA (%)                     | 22%    | 23%    |
| Deuda/ EBITDA <sub>2</sub>     | 8,3    | 8,0    |
| Deuda Neta/ EBITDA             | 6,7    | 6,4    |
| EBITDA/ intereses              | 1,7    | 1,6    |

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

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

<sup>2</sup> EBITDA: La relación Deuda/EBITDA se calcula anualizando el EBITDA del semestre.

#### 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](mailto:pablo.artusso@fixscr.com)

#### Analista Secundario

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

#### 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. 340.111m<sup>2</sup> y mantiene un portafolio de oficinas Premium por 85.378 m<sup>2</sup>. IRSA también cuenta con negocios en hotelería, en inmuebles en el exterior y controla el holding israelí IDBD, aunque los indicadores de rentabilidad de dichos negocios son inferiores en comparación con las operaciones en Argentina.

**Diversificado portafolio de activos:** La calificación contempla la importante posición de activos de la compañía y su diversificación internacional. A dic'17, la cartera de tierras de Cresud alcanzaba las 459.826 hectáreas en reserva y 304.840 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.

**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\$360 MM de deuda (30% 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.

**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 dic'17, Cresud (excluyendo IDBD) alcanzaba un ratio de deuda a EBITDA de 8,3x y una cobertura de intereses con EBITDA de 1,7x. La posición de liquidez de las operaciones en Argentina, cubrían la totalidad de la deuda de corto plazo correspondiente a las mismas. La compañía planea refinanciar parte de su deuda corriente con los fondos provenientes de las Obligaciones Negociables Clase 23 emitidas en febrero por USD113 MM.

## 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.

### Resumen Financiero - Cresud S.A.C.I.F. y A. (miles de \$, año fiscal finalizado en Junio)

|  | NIF                | NIF                | NIF                | NIF               | NIF                | NIF               |
|--|--------------------|--------------------|--------------------|-------------------|--------------------|-------------------|
|  | dic-17             | 2017               | 2016               | 2015              | 2014               | 2013              |
|  | 6 meses            | 12 meses           | 12 meses           | 12 meses          | 12 meses           | 12 meses          |
| <b>Rentabilidad</b>  |                    |                    |                    |                   |                    |                   |
| <b>EBITDA Operativo</b>  | <b>6.888.000</b>   | <b>9.781.000</b>   | <b>4.774.000</b>   | <b>1.803.000</b>  | <b>1.530.653</b>   | <b>1.212.246</b>  |
| <b>EBITDAR Operativo</b>                                       | <b>6.888.000</b>   | <b>9.781.000</b>   | <b>4.774.000</b>   | <b>1.803.000</b>  | <b>1.530.653</b>   | <b>1.212.246</b>  |
| <b>Margen de EBITDA</b>  | <b>15,0</b>        | <b>12,6</b>        | <b>13,9</b>        | <b>31,9</b>       | <b>33,2</b>        | <b>34,4</b>       |
| <b>Margen de EBITDAR</b>                                       | <b>15,0</b>        | <b>12,6</b>        | <b>13,9</b>        | <b>31,9</b>       | <b>33,2</b>        | <b>34,4</b>       |
| Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)                  | 7,5                | 11,0               | 7,7                | 8,7               | 14,9               | 12,5              |
| Margen del Flujo de Fondos Libre                               | (0,9)              | (7,4)              | (5,5)              | (14,3)            | (1,4)              | (9,5)             |
| Retorno sobre el Patrimonio Promedio                           | 10,0               | 5,9                | 19,2               | 25,4              | (13,9)             | 3,4               |
| <b>Coberturas</b>  |                    |                    |                    |                   |                    |                   |
| FGO / Intereses Financieros Brutos                             | 1,9                | 1,4                | 1,2                | 1,1               | 1,6                | 1,2               |
| EBITDA / Intereses Financieros Brutos                          | 1,7                | 1,5                | 1,7                | 2,0               | 2,1                | 2,5               |
| EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)        | 1,7                | 1,5                | 1,7                | 2,0               | 2,1                | 2,5               |
| EBITDA / Servicio de Deuda                                     | 0,4                | 0,3                | 0,2                | 0,5               | 0,5                | 0,6               |
| EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda                           | 0,4                | 0,3                | 0,2                | 0,5               | 0,5                | 0,6               |
| FGO / Cargos Fijos   | 1,9                | 1,4                | 1,2                | 1,1               | 1,6                | 1,2               |
| FFL / Servicio de Deuda  | 0,2                | 0,0                | 0,0                | 0,0               | 0,2                | 0,1               |
| (FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda      | 1,8                | 1,3                | 0,9                | 0,4               | 0,6                | 0,6               |
| FCO / Inversiones de Capital                                   | 1,0                | 0,5                | 0,2                | (0,6)             | 1,4                | 0,7               |
| <b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>                   |                    |                    |                    |                   |                    |                   |
| Deuda Total Ajustada / FGO                                     | 10,1               | 14,5               | 34,3               | 8,6               | 6,8                | 10,0              |
| Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA        | 11,2               | 13,8               | 24,6               | 4,6               | 5,2                | 4,7               |
| Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA   | 7,6                | 10,0               | 19,6               | 4,0               | 4,2                | 3,9               |
| Costo de Financiamiento Implícito (%)                          | 5,7                | 5,3                | 4,4                | 10,9              | 10,8               | 10,1              |
| Deuda Corto Plazo / Deuda Total                                | 0,2                | 0,2                | 0,2                | 0,3               | 0,3                | 0,3               |
| <b>Balance</b>   |                    |                    |                    |                   |                    |                   |
| Total Activos  | 272.904.000        | 241.446.000        | 199.651.000        | 32.346.000        | 28.748.000         | 12.410.725        |
| Caja e Inversiones Corrientes                                  | 49.126.000         | 37.216.000         | 23.769.000         | 1.138.000         | 1.498.000          | 1.047.586         |
| Deuda Corto Plazo  | 23.942.000         | 23.287.000         | 23.488.000         | 2.477.000         | 2.639.000          | 1.527.390         |
| Deuda Largo Plazo  | 130.210.000        | 112.025.000        | 93.808.000         | 5.833.000         | 5.315.000          | 4.189.896         |
| <b>Deuda Total</b>   | <b>154.152.000</b> | <b>135.312.000</b> | <b>117.296.000</b> | <b>8.310.000</b>  | <b>7.954.000</b>   | <b>5.717.286</b>  |
| Deuda asimilable al Patrimonio                                 |                    |                    |                    |                   |                    |                   |
| <b>Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio</b>          | <b>154.152.000</b> | <b>135.312.000</b> | <b>117.296.000</b> | <b>8.310.000</b>  | <b>7.954.000</b>   | <b>5.717.286</b>  |
| Deuda Fuera de Balance   | 0                  | 0                  | 0                  | 0                 | 0                  | 0                 |
| <b>Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio</b> | <b>154.152.000</b> | <b>135.312.000</b> | <b>117.296.000</b> | <b>8.310.000</b>  | <b>7.954.000</b>   | <b>5.717.286</b>  |
| <b>Total Patrimonio</b>  | <b>60.318.000</b>  | <b>49.173.000</b>  | <b>37.200.000</b>  | <b>15.169.000</b> | <b>13.027.000</b>  | <b>4.719.066</b>  |
| <b>Total Capital Ajustado</b>                                  | <b>214.470.000</b> | <b>184.485.000</b> | <b>154.496.000</b> | <b>23.479.000</b> | <b>20.981.000</b>  | <b>10.436.352</b> |
| <b>Flujo de Caja</b>   |                    |                    |                    |                   |                    |                   |
| Flujo generado por las Operaciones (FGO)                       | 3.541.000          | 2.575.000          | 678.000            | 76.000            | 433.791            | 88.335            |
| Variación del Capital de Trabajo                               | (250.000)          | 748.000            | (296.000)          | (363.000)         | 188.035            | 184.468           |
| Flujo de Caja Operativo (FCO)                                  | 3.291.000          | 3.323.000          | 382.000            | (287.000)         | 621.826            | 272.803           |
| Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total               | 0                  | 0                  | 0                  | 0                 | 0                  | 0                 |
| Inversiones de Capital   | (3.159.000)        | (6.500.000)        | (2.023.000)        | (489.000)         | (441.039)          | (368.993)         |
| Dividendos   | (553.000)          | (2.610.000)        | (239.000)          | (34.000)          | (243.637)          | (239.352)         |
| <b>Flujo de Fondos Libre (FFL)</b>                             | <b>(421.000)</b>   | <b>(5.787.000)</b> | <b>(1.880.000)</b> | <b>(810.000)</b>  | <b>(62.850)</b>    | <b>(335.542)</b>  |
| Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto                  | 265.000            | 300.000            | 1.406.000          | 2.515.000         | 528.949            | 362.232           |
| Otras Inversiones, Neto  | (6.985.000)        | 3.785.000          | 9.244.000          | (1.171.000)       | (973.855)          | (207.492)         |
| Variación Neta de Deuda  | 9.018.000          | 7.345.000          | (314.000)          | (617.000)         | 319.378            | 791.785           |
| Variación Neta del Capital                                     | (615.000)          | 978.000            | (1.389.000)        | (293.000)         | (97.726)           | 0                 |
| Otros (Inversión y Financiación)                               | 2.803.000          | 2.115.000          | 1.145.000          | (34.000)          | 152.673            | (193.877)         |
| <b>Variación de Caja</b>                                       | <b>4.065.000</b>   | <b>8.736.000</b>   | <b>8.212.000</b>   | <b>(410.000)</b>  | <b>(133.431)</b>   | <b>417.106</b>    |
| <b>Estado de Resultados</b>                                    |                    |                    |                    |                   |                    |                   |
| <b>Ventas Netas</b>  | <b>45.926.000</b>  | <b>77.918.000</b>  | <b>34.232.000</b>  | <b>5.652.000</b>  | <b>4.604.011</b>   | <b>3.528.551</b>  |
| Variación de Ventas (%)  |                    | 127,6              | 505,7              | 22,8              | 30,5               | 28,0              |
| <b>EBIT Operativo</b>  | <b>4.156.000</b>   | <b>4.924.000</b>   | <b>2.610.000</b>   | <b>1.691.000</b>  | <b>1.233.734</b>   | <b>932.508</b>    |
| Intereses Financieros Brutos                                   | 4.125.000          | 6.736.000          | 2.740.000          | 887.000           | 737.913            | 483.772           |
| <b>Resultado Neto</b>  | <b>9.929.000</b>   | <b>5.028.000</b>   | <b>8.537.000</b>   | <b>2.824.000</b>  | <b>(1.092.808)</b> | <b>154.263</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 de los instrumentos

### Obligación Negociable Clase 14

|   |
|---|
| Monto Autorizado: Por hasta USD20 MM ampliable hasta USD32 MM                                     |
| Monto Emisión: USD32 MM   |
| Moneda de Emisión: Dólares  |
| Fecha de Emisión: 22/05/2013  |
| Fecha de Vencimiento: 22/05/2018  |
| Amortización de Capital: En dos cuotas consecutivas a los 54 y 60 meses desde la fecha de emisión |
| Intereses: Tasa fija del 1,5%   |
| Cronograma de Pago de Intereses: Trimestralmente  |
| Destino de los fondos: Refinanciación de pasivos e inversiones en activos en Argentina            |
| Garantías: NA   |
| Opción de Rescate: Rescate a opción de la emisora   |
| Condiciones de Hacer y no Hacer: NA   |
| Otros: NA   |

### Obligación Negociable Clase 16

|  |
|--|
| Monto Autorizado: Por hasta dólares equivalente a \$200 MM o monto mayor que determine la compañía |
| Monto Emisión: USD109,1 MM   |
| Moneda de Emisión: Dólares   |
| Fecha de Emisión: 18/11/2013   |
| Fecha de Vencimiento: 18/11/2018   |
| Amortización de Capital: En dos cuotas consecutivas a los 54 y 60 meses desde la fecha de emisión  |
| Intereses: Tasa fija del 1,5%  |
| Cronograma de Pago de Intereses: Trimestralmente   |
| Destino de los fondos: Refinanciación de pasivos e inversiones en activos en Argentina             |
| Garantías: NA  |
| Opción de Rescate: Rescate a opción de la emisora  |
| Condiciones de Hacer y no Hacer: NA  |
| Otros: NA  |

### Obligación Negociable Clase 18

|   |
|---|
| Monto Autorizado: Por hasta dólares equivalente a \$75 MM o monto mayor que determine la compañía |
| Monto Emisión: USD33,7 MM   |
| Moneda de Emisión: Dólares  |
| Fecha de Emisión: 12/09/2014  |
| Fecha de Vencimiento: 12/09/2019  |
| Amortización de Capital: En dos cuotas consecutivas a los 54 y 60 meses desde la fecha de emisión |
| Intereses: Tasa fija del 4%   |
| Cronograma de Pago de Intereses: Trimestralmente  |
| Destino de los fondos: Refinanciación de pasivos e inversiones en activos en Argentina            |
| Garantías: NA   |
| Opción de Rescate: Rescate a opción de la emisora   |
| Condiciones de Hacer y no Hacer: NA   |
| Otros: NA   |

### Obligación Negociable Clase 22

|  |
|--|
| Monto Autorizado: Por hasta dólares equivalente a \$75 MM o monto mayor que determine la compañía              |
| Monto Emisión: USD22,7 MM  |
| Moneda de Emisión: Dólares. Pagadera en pesos al tipo de cambio aplicable en cada fecha de pago (Dólar Linked) |
| Fecha de Emisión: 12/08/2015   |
| Fecha de Vencimiento: 12/08/2019   |
| Amortización de Capital: En dos cuotas consecutivas a los 54 y 60 meses desde la fecha de emisión              |
| Intereses: Tasa fija del 4%  |
| Cronograma de Pago de Intereses: Trimestralmente   |
| Destino de los fondos: Refinanciación de pasivos e inversiones en activos en Argentina                         |
| Garantías: NA  |
| Opción de Rescate: Rescate a opción de la emisora  |
| Condiciones de Hacer y no Hacer: NA  |
| Otros: NA  |

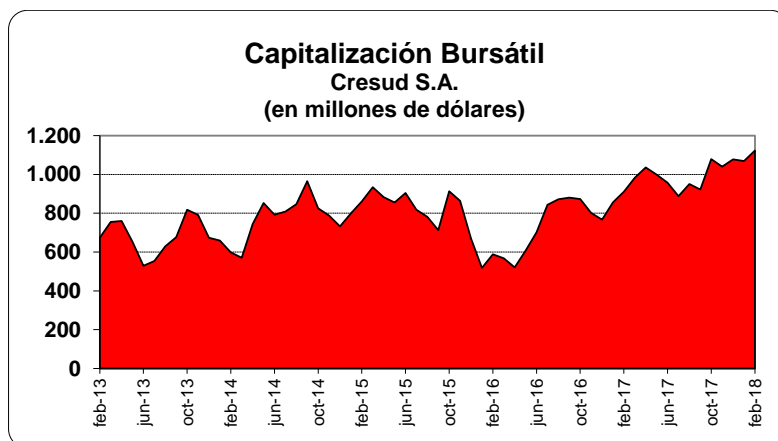
### Obligación Negociable Clase 23

|  |
|--|
| Monto Autorizado: Por hasta USD50 MM ampliable hasta USD200 MM                         |
| Monto Emisión: USD113,2 MM   |
| Moneda de Emisión: Dólares   |
| Fecha de Emisión: 16/02/2018   |
| Fecha de Vencimiento: 16/02/2023   |
| Amortización de Capital: En una sólo cuota a la fecha de vencimiento                   |
| Intereses: Tasa fija del 6,5%  |
| Cronograma de Pago de Intereses: Semestralmente  |
| Destino de los fondos: Refinanciación de pasivos e inversiones en activos en Argentina |
| Garantías: NA  |
| Opción de Rescate: Rescate a opción de la emisora                                      |
| Condiciones de Hacer y no Hacer: NA  |
| Otros: NA  |

## 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 feb'18, la capitalización bursátil de Cresud totalizaba USD 1.123 millones. El cuadro a continuación detalla la evolución de la capitalización bursátil de la compañía desde feb'13.



Fuente: Economática.

### Presencia

En los últimos doce meses a feb'18, 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 feb'18, la acción de Cresud registró una rotación del 116% sobre el capital flotante en el mercado. Por su parte, la rotación del último trimestre se ubicó en 39%.

### Participación

En los últimos doce meses a feb'18, el volumen negociado por Cresud en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires fue de \$ 3.657 millones y tuvo una participación sobre el volumen total negociado en el mercado del 2,9%. Por otra parte, el ADR de Cresud negoció un total de USD 511 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 12 de marzo de 2018 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.
- Obligaciones Negociables Clase 23 por hasta US\$ 50 MM, ampliables por hasta US\$ 200 MM.

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 **29 de enero de 2018** disponible en [www.fixscr.com](http://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 periodo 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 31-12-17 disponibles en [www.cnv.gob.ar](http://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](http://www.cnv.gob.ar)
- Prospecto del Programa Global de Obligaciones Negociables Simples de fecha 19-02-2015 disponible en [www.cnv.gob.ar](http://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](http://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](http://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](http://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](http://www.cnv.gob.ar)
- Suplemento de Precios de las ONs Clase XXIII de fecha 01-02-2018 disponible en [www.cnv.gob.ar](http://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.