

Informe de Calificación

IRSA Inversiones y Representaciones S.A.

Informe de cambio de calificación

Fecha de Publicación: 14 de noviembre de 2018

Fecha de Estados Financieros: 30 de septiembre de 2018

Analista Principal: Francisco Gomez Comelli, Buenos Aires, (54) 11-4891-2112,

francisco.comelli@spglobal.com

Analista Secundario: Luisa Vilhena, San Pablo, (55) 11-3039-9727, luisa.vilhena@spglobal.com

Nota: Este informe debe ser leído en conjunto con el respectivo prospecto de la emisión.

IRSA Inversiones y Representaciones S.A. (IRSA)

Calificaciones en la escala nacional para Argentina

Instrumento	Monto	Vencimiento	Calificación	Tendencia
Programa Global de Obligaciones Simples no convertibles en acciones	US\$ 400 millones		raA+	Estable
Obligaciones Negociables 11.500% Clase 2	US\$ 71,4 millones	Julio, 2020	raA+	Estable

¹ Emisión original por US\$ 150 millones, el monto actual corresponde al monto nominal en circulación posterior a la cancelación parcial realizada el 8 de abril de 2016.

DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN

Significado de la calificación 'raA': Una entidad calificada 'raA' es algo más susceptible a efectos adversos por cambios circunstanciales o de las condiciones de la economía que las entidades con calificaciones en categorías superiores. Sin embargo, la entidad tiene una capacidad fuerte de cumplir con sus obligaciones financieras en comparación con otras entidades en el mercado nacional.

Las calificaciones crediticias de la raAA a la raCCC pueden ser modificadas agregándoles un signo de más (+) y menos (-) para mostrar su relativa fortaleza dentro de cada categoría de calificación.

Las calificaciones crediticias comprendidas de la raAA a la raCCC podrán ser modificadas agregándoles un signo de más (+) o menos (-) para destacar su relativa fortaleza o debilidad dentro de cada categoría de calificación.

PRINCIPALES FACTORES DE CALIFICACIÓN

Fortalezas	Debilidades
<ul style="list-style-type: none">➤ Destacada posición competitiva en la industria de bienes raíces argentina.➤ Amplia generación de fondos operativos➤ Amplia posición de liquidez	<ul style="list-style-type: none">➤ Exposición a la depreciación del peso, por su deuda denominada en dólares –mitigado por activos ubicados en el exterior, por el valor de mercado de las propiedades de inversión y por los alquileres de oficinas➤ Alta sensibilidad a las condiciones económicas de Argentina

Tendencia: Estable

La tendencia estable refleja nuestra expectativa de que IRSA Inversiones y Representaciones S.A. (IRSA), mantendrá resultados operativos relativamente estables, debido a su fuerte posición de mercado, y un apalancamiento estable en la misma dirección que las de su controladora. La tendencia estable de IRSA se encuentra en línea con nuestras expectativas de que el grupo (considerando los resultados consolidados del grupo al nivel de CRESUD) muestre un ratio de deuda sobre capitalización cercano a 37% y una cobertura de intereses con EBITDA con valores acercándose a 2,0 veces en los próximos 12 meses.

Una revisión de la tendencia a positiva y/o un alza de la calificación de IRSA en los próximos 12 meses es poco probable ya que implicaría un ratio de capitalización consistentemente inferior a 35% y un ratio de cobertura de intereses con EBITDA consistentemente por sobre 3,5 veces, a nivel de grupo.

Podríamos bajar la calificación en los próximos 12 meses en caso de que las inversiones de la compañía sean más agresivas, resultando en un deterioro significativo de las métricas de apalancamiento, u observemos un deterioro en la liquidez o si la generación de EBITDA del negocio agropecuario es más débil de lo que proyectamos, debido a condiciones climáticas adversas o un descenso de los precios. A su vez, una baja en la calificación sería consistente con un ratio de capitalización superior al 50% o una cobertura de intereses consistentemente por debajo de 1,5 veces. Adicionalmente, consideramos que un deterioro de la calificación del soberano podría implicar un deterioro en la calificación de IRSA.

FUNDAMENTOS

El 14 de noviembre de 2018 S&P Global Ratings bajó la calificación asignada a las obligaciones negociables de IRSA Inversiones y Representaciones S.A. ("IRSA") hasta 'raA+' desde 'raAA-' y las retiró de revisión especial con implicancias negativas, donde fueron colocadas el 4 de septiembre de 2018. Dicha acción de calificación sigue la misma acción del soberano que, el 12 de noviembre de 2018, bajó la calificación de Argentina de largo plazo en escala nación hasta 'raAA-' desde 'raAA'.

La baja de la calificación del soberano refleja la erosión del perfil de deuda de Argentina, de la trayectoria de crecimiento económico y de la dinámica de inflación tras los reveses en la implementación de su desafiante programa de ajuste económico. Los cambios anunciados recientemente en la política fiscal y monetaria han ayudado a estabilizar los mercados financieros, después de un segundo episodio de huida de capitales y depreciación de la moneda que inició en agosto. Sin embargo, el impacto reciente de la irregular implementación de la estrategia económica del gobierno nos ha llevado a empeorar nuestras proyecciones para el perfil financiero, inflación y desempeño económico del soberano durante los próximos dos años (Véase "[S&P Global Ratings baja calificación soberana de largo plazo de Argentina a 'B'; la perspectiva es estable](#)", publicado el 12 de noviembre de 2018 en Standard & Poor's América Latina).

S&P Global considera que la calidad crediticia de IRSA se encuentra estrechamente relacionada con la de su controlada IRSA Propiedades Comerciales S.A. (IRPC, no calificada) y con la de su controlante último Cresud S.A.C.I.F. y A. (CRESUD, no calificada), dado las participaciones controlantes de CRESUD en IRSA (63,7%) y de IRSA en IRPC (81,2%). Asimismo, consideramos a IRSA como una subsidiaria fundamental y una fuente significativa de fondos para su controlante CRESUD. Si bien CRESUD opera también en el segmento de agro-negocios, la principal fuente de flujos de fondos, ganancias y mayor parte de los activos del grupo corresponde al negocio de bienes raíces de IRSA, lo cual de cierto modo limita nuestra opinión sobre la calificación crediticia de IRSA. De cualquier manera, no existen hoy financiamientos entre las compañías del grupo.

En los últimos 12 meses a junio 2018 la compañía mantenía un margen EBITDA de 42,1% comparado con 41,3% (incluyendo los ingresos y gastos por expensas y fondos de promoción colectiva) un año atrás. A su vez, IRSA ha incrementado su nivel de apalancamiento, alcanzando un ratio de deuda a EBITDA de 6,5 veces desde 4,1 veces un año atrás. Durante el último trimestre del ejercicio fiscal 2018 el peso argentino ha sufrido una caída de su valor respecto al dólar estadounidense, lo que generó un impacto en el apalancamiento de IRSA, cuya deuda se encuentra principalmente denominada en dólares. Si bien durante los últimos 12 meses IRSA ha registrado un deterioro de las métricas crediticias, creemos que mantiene un apalancamiento adecuado para el actual nivel de calificación.

Esperamos que IRSA mantenga una robusta y estable capacidad de generación de fondos operativos en los próximos dos años. Esperamos un margen EBITDA en torno al 40%-45% (incluyendo los ingresos y gastos por expensas y fondos de promoción colectiva, si se excluyeran el margen rondaría el 50%-60%), demostrando capacidad para recoger la inflación en sus contratos de alquiler. Si bien el nivel de endeudamiento se ha incrementado moderadamente tras el nuevo financiamiento obtenido por la compañía y también por la reciente devaluación del peso Argentino, esperamos un apalancamiento relativamente estable a futuro, con un ratio de deuda sobre EBITDA ubicándose en niveles en torno a 7,5 veces en 2019 y reduciendo su nivel en torno al 5,5 veces en 2020, un ratio de capitalización entorno al 40% y cobertura de intereses con EBITDA en torno a 1,5 veces para 2019 y 2020 respectivamente.

Como contrapartida de la sólida operación del negocio, creemos que la reciente crisis cambiaria y la volatilidad en las variables macro-económicas de Argentina podrían poner presión al perfil financiero de la compañía, incrementando el costo de financiamiento en moneda local y aumentando los niveles de deuda por pérdidas por variaciones cambiarias, así como por ralentización del consumo interno.

Las calificaciones de IRSA reflejan su exposición al riesgo de descalce de monedas, dado que la mayor parte de su deuda (95%) se encuentra denominada en dólares mientras que su generación de fondos es en moneda local, aunque los valores de los contratos de alquiler de oficinas y las ventas de propiedades están en gran medida atados al tipo de cambio. Además, las inversiones de la compañía en activos e inversiones locales y en el exterior de buena calidad pueden considerarse en cierto modo un elemento mitigante en tanto éstos puedan monetizarse otorgándole a la compañía mayor flexibilidad.

LIQUIDEZ

Creemos que IRSA mantendrá un sólido ratio de liquidez durante los próximos doce meses, apuntado por una buena generación de fondos, una elevada posición de caja y vencimientos de deuda prácticamente nulos. La liquidez de IRSA al cierre del ejercicio fiscal 2018 se muestra aún más fortalecida puesto que IRSA vendió acciones de IRCP por US\$140 millones en octubre de 2017, IRCP emitió Obligaciones Negociables por un valor nominal de US\$ 140 millones el 12 de septiembre de 2017, y IRCP tomó un préstamo bancario por US\$35 millones en febrero de 2018.

Aunque vemos un alto grado de previsibilidad en el flujo de fondos operativo de IRSA, las actividades de inversión son más difíciles de prever, principalmente debido a las constantes inversiones o ventas oportunistas de activos. Sin embargo, esperamos que la compañía logre equilibrar estas actividades con el fin de mantener niveles adecuados de generación de caja y cubrir sus necesidades de deuda en el ejercicio fiscal 2019 y 2020. Al cierre del período, la compañía todavía no había hecho uso de los fondos, lo cual resulta en una posición de disponibilidades de caja aún más elevada que lo habitual.

Nuestro análisis sobre los ingresos y usos de caja de IRSA incorpora los siguientes supuestos y premisas;

- Disponibilidades de caja e inversiones transitorias de \$9.000 millones a junio de 2018,
- un flujo negativo fondos operativo estimado en torno a los \$250-\$300 millones en los próximos 12 meses,
- un flujo negativo de variación de capital de trabajo de alrededor de \$550 millones en los próximos 12 meses,
- inversiones de capital por aproximadamente \$1.800 millones.
- vencimientos de deuda corriente por \$420 millones al 30 de junio de 2018, y
- una distribución de dividendos de \$1400 millones para los próximos 12 meses.

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

Inversiones y Representaciones S.A. (IRSA) es una subsidiaria de CRESUD, con operaciones en Argentina, Estados Unidos e Israel. IRSA es una de las principales compañías del sector inmobiliario en Argentina y controla el 81,2% de IRSA Propiedades Comerciales, el operador de centros comerciales líder en el mercado. A su vez, posee participación en 3 hoteles (Intercontinental, Sheraton Libertador y Llao

Llao) y posee ciertas reservas de tierras. Además, la compañía mantiene una participación en el Banco Hipotecario en Argentina.

En Estados Unidos, IRSA es propietario del 49% de un edificio de oficinas llamado Lipstick Building en Nueva York y tiene una participación del 18,9% en Condor Hospitality Trust. Éste es un fideicomiso inmobiliario que tiene control sobre una serie de cadenas hoteleras como Holiday Inn, Days Inn, Hampton Inn, entre otros. En cuanto a las operaciones en Israel, IDB Development Corp. (IDB) y Discount Investment Corporation Ltd. (DIC) son un conglomerado diversificado con operaciones en los sectores de telecomunicaciones, supermercados, seguros y bienes raíces.

PERFIL DE RIESGO DE NEGOCIO

El perfil de riesgo del negocio de la compañía se beneficia de su sólida posición competitiva en la industria de bienes raíces Argentina. Asimismo, su negocio de centros comerciales le brinda protección frente a escenarios inflacionarios (un riesgo recurrente en la economía Argentina) pero también la exponen a la volatilidad de los ciclos económicos locales. Por su parte el flujo de ingresos de oficinas y hoteles contribuyen con estabilidad y regularidad, mientras que los desarrollos inmobiliarios le permiten capturar importantes oportunidades de crecimiento y monetización de tierras.

Dentro de los principales desafíos que la economía argentina plantea al modelo de negocios de la compañía se encuentran el contexto inflacionario para enfrentar períodos de construcción prolongados, la escasez y volatilidad del financiamiento de largo plazo para la compra o desarrollo de inmuebles, y la expectativa política que a menudo impacta en los patrones de consumo de la sociedad.

Riesgo País

El riesgo país, es el riesgo que enfrenta IRSA por tener gran parte de sus operaciones y activos expuestos a Argentina.

Nuestra evaluación de riesgo país incorpora la expectativa de que el gobierno implementará medidas difíciles, tanto fiscales como monetarias y de otro tipo, para estabilizar la economía en los siguientes 18 meses, conteniendo gradualmente el deterioro del perfil financiero y del nivel de deuda del soberano, revirtiendo la dinámica de la inflación y restaurando la confianza de los inversionistas. La combinación de menores necesidades de financiamiento gubernamental, descenso de la inflación y tasas de interés y las expectativas de continuidad en políticas económicas clave después de las elecciones nacionales de octubre de 2019, podrían sentar las bases para la recuperación económica y contener la vulnerabilidad externa.

Riesgos de la Industria

IRSA participa en la industria de bienes raíces en el segmento de alquileres y venta de propiedades. Cuenta con un extenso conjunto de propiedades de estratégica localización, con diversidad geográfica y de inquilinos. Dentro de la industria de bienes raíces, el segmento de alquileres está asociado a un riesgo bajo en comparación con el segmento de venta de propiedades. El segmento de alquileres permite un cierto grado de estabilidad en el flujo de caja y margen operativo. Esto se debe a la naturaleza de largo plazo de los contratos de alquiler que por lo general incluyen precios escalonados en línea con la inflación

y devaluación. Por otro lado, el segmento de desarrollo y venta de propiedades es más riesgoso debido a las significativas inversiones de capital requeridas para desarrollar las mismas. Para el caso de éstas, el apalancamiento operativo es mayor lo que se traduce en mayores ganancias. Sin embargo, ante un contexto adverso la capacidad de absorber las pérdidas es menor que para el segmento de alquileres.

La industria de bienes raíces está poco integrada globalmente. Por ende, la posición competitiva de las compañías que operan en ésta es, en gran medida, determinada por factores locales. Consideramos que el 2017 se trató de un año de recuperación y consolidación del mercado inmobiliario. La eliminación del cepo cambiario y los créditos hipotecarios con tasas ajustadas a la inflación, han permitido que el sector crezca de manera sustentable. Por otro lado, la reciente devaluación del peso frenó el ritmo de actividad inmobiliaria que se venía registrando a principios de 2018. Estimamos que la marcada desaceleración del mercado inmobiliario es temporaria debido a que existe una significativa demanda insatisfecha de vivienda y que una vez estabilizado el mercado cambiario continuará impulsando la demanda de crédito para la compra, teniendo en cuenta que la evolución de las cuotas de préstamos no difiere sustancialmente de la de los alquileres. Por otra parte, prevemos un escenario complejo para el sector de la construcción dada la caída de la actividad económica, el aumento de costos producto de la inflación, devaluación del tipo de cambio, y la baja rentabilidad relativa de los alquileres. Es importante resaltar que también el sector se ve altamente impactado por el acotado acceso a financiamiento debido al altísimo nivel de tasas de interés.

En el caso particular de IRSA las ventas de propiedades y terrenos ha sido mayor durante el ejercicio fiscal 2018, producto de la venta de la tierra "Baicom", un piso del edificio de oficinas "Libertador 498" y lotes en el barrio cerrado de "Greenvielle". Asimismo, IRSA Propiedades Comerciales vendió un piso del edificio de oficinas "Intercontinental Plaza" y avanzó con la venta de unidades de departamento y cocheras del edificio "Astor Beruti". Sumado a esto, IRSA tiene un plan ambicioso de inversión para los próximos 3 años (Alto Palermo, Polo Dot, Catalinas y Philips).

Posición Competitiva

A través de IRSA PC, la cartera de centros comerciales de IRSA se encuentra distribuida por todo el territorio de Argentina, con presencia en las ciudades más densamente pobladas y con mayores registros de ingreso per cápita tales como Rosario, Córdoba, Salta y Mendoza. De 16 centros comerciales dentro de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires los 7 más importantes (en facturación y tamaño) corresponden a IRSA PC. Este factor junto con la presencia de centros comerciales en el Gran Buenos Aires y otras provincias posicionan a IRSA como líder del mercado.

En el segmento inmobiliario de oficinas Premium IRSA cuenta con una buena posición competitiva respaldada por una cartera de propiedades con estratégica localización y prestaciones acordes al segmento y cuyo porcentaje de ocupación promedio era de 93,4% a septiembre de 2019, dicho porcentaje presento una caída respecto al año anterior debido a la toma de posesión en enero de 2018 del 100% de los m2 del edificio Philips con una ocupación del 69,8%. Además, la compañía cuenta con unidades de negocio de ventas y desarrollos, hoteles e inversiones en el exterior que contribuyen a diversificar geográficamente su perfil de negocios. El sector inmobiliario residencial y de oficinas argentino ha demostrado una buena capacidad de resistencia a crisis económicas dado que representa una alternativa de inversión atractiva.

En los últimos años la compañía ha logrado mantener márgenes operativos por encima de la media en torno a 50% (sin tener en cuenta los gastos de expensas y fondo de promoción colectivo). Esperamos que

la sólida posición competitiva permita a IRSA mantener una alta rentabilidad permitiendo financiar parte de las inversiones con recursos propios, gracias a la baja volatilidad en su flujo de fondos operativos.

Para el ejercicio 2019 esperamos niveles de EBITDA consolidados cercanos a los \$4.500 millones, asumiendo niveles de inflación minorista en torno a 32% (considerando cierre de ejercicio en junio 2019), niveles de ocupación entre 95% y 100%, incrementos para los contratos de alquiler de locales en torno a 30%, e incrementos en los contratos de alquiler de oficinas en línea con la devaluación.

PERFIL DE RIESGO FINANCIERO

El perfil de riesgo económico-financiero de IRSA se caracteriza por la gran capacidad de generación de fondos operativos (especialmente a través de IRSA PC), su baja inversión en capital de trabajo y conservador nivel de deuda. Esto permite a la compañía presentar una posición de caja adecuada y una holgada flexibilidad financiera a pesar de cierta desaceleración económica y el impacto de la inflación y la devaluación del peso.

Flujo de Efectivo / Apalancamiento

En nuestro escenario base, asumimos similares niveles de ocupación a los históricos promediando 98%. Esperamos que los alquileres de los shoppings aumenten 30% para 2019 y 27% para 2020 en base al ajuste semi-anual que tienen los contratos, los cuales funcionan como una cobertura frente a la inflación, como también asumimos que los nuevos contratos tendrán ajustes levemente inferiores y más en línea con la inflación esperada (aproximadamente un tercio del portfolio es renovado anualmente). Por otra parte, esperamos que la renta complementaria aumente en línea con las ventas de los arrendatarios, las cuales creemos que van a aumentar en línea con la inflación y el PBI (a medida que aumente el consumo y se evidencie un rebote en la economía) en 2019 y 2020.

Además, esperamos que el peso se continúe devaluando los próximos 12 a 18 meses incrementando la carga de intereses.

Las condiciones macroeconómicas asociadas a nuestro escenario base (al cierre del ejercicio fiscal) incluyen:

- Un tipo de cambio promedio de \$42,5 en 2019 y \$47,5 en 2020
- Un crecimiento del producto bruto interno de -1,0% en 2019 y 1,3% en 2020,
- Niveles de inflación de hasta 32% y 25% para 2019 y 2020 respectivamente

Creemos que la sostenibilidad de los flujos de caja serán determinados por la capacidad para recoger la inflación en los contratos de alquiler y la estrategia de crecimiento de la compañía (evidenciado por sus actividades de inversión).

Si bien el nivel de endeudamiento se ha incrementado moderadamente tras el nuevo financiamiento obtenido por la compañía y también por la reciente devaluación del peso Argentino, esperamos un apalancamiento relativamente estable a futuro, con un ratio de deuda sobre EBITDA ubicándose en niveles en torno a 7,5 veces en 2019 y reduciendo su nivel en torno al 5,5 veces en 2020 , un ratio de capitalización entorno al 40% y cobertura de intereses con EBITDA en torno a 1,5 veces para 2019 y 2020 respectivamente.

Por su parte, en los 12 meses acumulados a junio de 2018 hemos visto un desempeño financiero más débil a lo esperado, evidenciado en un ratio de deuda a EBITDA de 6.5 veces comparado con 4.1 veces a junio 2017. A junio 2018, la cobertura de intereses con EBITDA fue de 2,1 veces levemente por debajo del 2,2 veces registrado a junio 2017.

En nuestro escenario base excluimos las operaciones de IDB Development Corp (IDBD) y DIC, creemos que la inversión de IRSA en Israel puede separarse (*non-core*) de las operaciones fundamentales de IRSA puesto que el endeudamiento de IDBD no tiene recurso contra IRSA y no está garantizado por sus activos.

OTROS FACTORES CREDITICIOS (MODIFICADORES)

Estructura de capital

Si bien IRSA cuenta con una buena flexibilidad financiera, la estructura de capital es un tanto agresiva por el hecho que casi la totalidad de su deuda (95%) está denominada en dólares mientras que su generación de fondos es mayoritariamente en moneda local. Por otro lado, no esperamos vencimientos significativos para los próximos 12 meses, de hecho, IRSA realizó operaciones de refinanciación durante los ejercicios fiscales 2016 y 2017.

De cualquier manera, en nuestro escenario base esperamos que el peso continúe depreciándose en 2019, lo que tendrá un impacto negativo en la carga por intereses y sobre el monto nominal de deuda y niveles de apalancamiento. Como contrapeso, la exposición al riesgo de devaluación en el corto plazo es mitigada por los ajustes de contratos de alquiler de oficinas y en el largo plazo por valores de inmuebles que han demostrado estabilidad en el tiempo –medidos en moneda extranjera- y por la diversificación en activos del exterior que han demostrado su gran potencial de revalorización.

INFLUENCIA DE GRUPO O GOBIERNO

S&P Global considera que la calidad crediticia de IRSA se encuentra estrechamente relacionada con la de su controladora CRESUD y con la de IRSA PC, esta última controlada por IRSA en un 81,2%. Esto es así por el hecho de que IRSA representa la principal fuente de fondos operativos de CRESUD, contribuyendo prácticamente con el 87% de los resultados reportados antes de intereses, impuestos, amortizaciones y depreciaciones (EBITDA) para junio 2018. Asimismo, creemos que las operaciones de las subsidiarias se encuentran alineadas con las del grupo y que tienen un historial de ser un negocio rentable reflejado en su crecimiento en los últimos años.

Último informe de calificación – 4 de septiembre de 2018

Instrumento	Monto	Vencimiento	Calificación	Revisión Especial
Programa Global de Obligaciones Simples no convertibles en acciones	US\$ 400 millones		raAA-	Revisión Especial con implicancias negativas
Obligaciones Negociables 11.500% Clase 2	US\$ 71,4 millones	Julio, 2020	raAA-	Revisión Especial con implicancias negativas

SÍNTESIS METODOLÓGICA DE CALIFICACIÓN

[Síntesis Metodológica de Calificación: Metodología de Standard & Poor's para calificar Entidades Corporativas \(no-financieras\)](#)

FUENTES DE INFORMACIÓN

- Información suministrada por IRSA Propiedades Comerciales S.A., IRSA Inversiones y Representaciones S.A. y Cresud S.A.C.I.F. y A. durante el proceso de calificación.
- Estados contables consolidados auditados de IRSA Propiedades Comerciales S.A., IRSA Inversiones y Representaciones S.A. y Cresud S.A.C.I.F. y A., disponibles en la Comisión Nacional de Valores (www.cnv.gob.ar) correspondientes a los ejercicios finalizados entre el 30 de junio de 2015 al 30 de junio de 2018.
- Estados contables consolidados auditados de IRSA Propiedades Comerciales S.A., IRSA Inversiones y Representaciones S.A. y Cresud S.A.C.I.F. y A., disponibles en la Comisión Nacional de Valores (www.cnv.gob.ar) correspondientes a los ejercicios finalizados entre el 30 de septiembre de 2017 al 30 de septiembre de 2018.

SERVICIOS AFINES

Los Servicios Afines provistos por S&P Global Ratings Argentina S.R.L., Agente de Calificación de Riesgo son publicados en su página web, pudiendo ser accedidos cliqueando [aquí](#).

DEFINICIONES DE INCUMPLIMIENTO

Definición de la calificación institucional de largo plazo 'SD' y 'D': Una entidad calificada con SD (siglas en inglés para *Selective Default* --Incumplimiento Selectivo) o D (incumplimiento) ha incurrido en incumplimiento de una o más de sus obligaciones financieras incluyendo las calificadas y no calificadas, pero excluyendo los instrumentos híbridos clasificados como capital regulatorio o en impago de acuerdo con los términos. Se considera que un obligado está en incumplimiento a menos que Standard & Poor's considere que dichos pagos se cubrirán dentro de un periodo de cinco días hábiles de la fecha en caso de no existir un periodo de gracia establecido o bien dentro del periodo de gracia establecido o 30 días calendario, lo que ocurra primero. La calificación de D o de SD se asigna cuando Standard & Poor's considera que el incumplimiento será generalizado y que la entidad incumplirá en el pago de todas o una parte sustancial de todas sus obligaciones a medida que vayan venciendo. Una calificación SD se asigna cuando Standard & Poor's considera que el emisor ha incumplido selectivamente en una emisión o clase de obligaciones, pero que continuará al corriente en el pago del resto de sus obligaciones y emisiones de deuda. Bajamos la calificación de un emisor a D o SD si está realizando un canje de deuda desventajoso.

Definición de la calificación Institucional de corto plazo 'SD' y 'D': Una entidad calificada con SD (siglas en inglés correspondientes a *Selective Default* --Incumplimiento Selectivo) o D (incumplimiento) ha incurrido en incumplimiento de una o más de sus obligaciones financieras (calificadas o no calificadas) excluyendo instrumentos de capital híbrido clasificados como capital regulatorio o en incumplimiento de acuerdo con los términos al vencimiento. Consideramos que una entidad está en incumplimiento a menos que Standard & Poor's considere que dichos pagos se realizarán dentro del periodo de gracia establecido. Sin embargo cualquier periodo de gracia establecido mayor a cinco días hábiles, será considerado como de cinco días hábiles. La calificación de D se asigna cuando Standard & Poor's considera que el incumplimiento será generalizado y que la entidad incumplirá en el pago de todas o una parte sustancial de todas sus obligaciones a medida que vayan venciendo. La calificación SD se asigna cuando Standard & Poor's considera que el emisor ha incumplido selectivamente en una emisión o clase de emisiones de deuda, excluyendo instrumentos de capital híbrido clasificados como capital regulatorio, pero continuará al corriente en el pago del resto de su deuda. Bajamos la calificación de una obligación a SD o D si está realizando una oferta de canje de deuda desventajoso (*distressed exchange offer*).

Una obligación calificada con D se encuentra en default o en violación de una promesa imputada. Para los instrumentos de capital no híbrido, la categoría de calificación D se aplica cuando los pagos de una obligación no se realizaron en la fecha de vencimiento, a menos que Standard & Poor's considere que dichos pagos se cubrirán dentro de un periodo de cinco días hábiles en ausencia de un periodo de gracia establecido o bien dentro del periodo de gracia establecido o 30 días calendario, lo que suceda primero. La calificación D también se usará cuando el emisor se declare en quiebra o cuando tome alguna acción similar y cuando el incumplimiento de una obligación es una certeza virtual, por ejemplo debido a provisiones de suspensión automática. La calificación de una obligación se baja a D si está sujeta a una oferta de canje de deuda desventajoso (*distressed exchange offer*).

Copyright © 2018 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Ningún contenido (incluyendo calificaciones, análisis e información crediticia relacionada, valuaciones, modelos, software u otra aplicación o resultado derivado del mismo) o cualquier parte aquí indicada (Contenido) puede ser modificada, revertida, reproducida o distribuida en forma alguna y/o por medio alguno, ni almacenada en una base de datos o sistema de recuperación de información, sin permiso previo por escrito de Standard & Poor's Financial Services LLC o sus filiales (conjuntamente denominadas S&P). El Contenido no debe usarse para ningún propósito ilegal o no autorizado. S&P y todos sus proveedores así como sus directivos, funcionarios, accionistas, empleados o agentes (en general las Partes S&P) no garantizan la exactitud, integridad, oportunidad o disponibilidad del Contenido. Las Partes S&P no son responsables de errores u omisiones (por negligencia o cualquier otra causa), independientemente de su causa, de los resultados obtenidos a partir del uso del Contenido o de la seguridad o mantenimiento de cualquier información ingresada por el usuario. El Contenido se ofrece sobre una base "como está". LAS PARTES S&P DENIEGAN TODAS Y CUALESQUIER GARANTÍAS EXPLÍCITAS O IMPLÍCITAS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITACIÓN DE, CUALESQUIER GARANTÍA DE COMERCIALIZACIÓN O ADECUACIÓN PARA UN PROPÓSITO O USO EN PARTICULAR, DE AUSENCIA DE DEFECTOS, DE ERRORES O DEFECTOS EN EL SOFTWARE, DE INTERRUPCIÓN EN EL FUNCIONAMIENTO DEL CONTENIDO O DE OPERACIÓN DEL CONTENIDO CON CUALQUIER CONFIGURACIÓN DE SOFTWARE O HARDWARE. En ningún caso, las Partes S&P serán sujetos de demanda por terceros derivada de daños, costos, gastos, comisiones legales o pérdidas (incluyendo, sin limitación, pérdidas de ingresos o de ganancias y costos de oportunidad o pérdidas causadas por negligencia) directos, indirectos, incidentales, punitivos, compensatorios, ejemplares, especiales o consecuenciales en conexión con cualesquier uso del Contenido incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños.

Los análisis crediticios relacionados y otros, incluyendo las calificaciones, y las declaraciones en el Contenido, son opiniones a la fecha en que se expresan y no declaraciones de hecho. Las opiniones, análisis y decisiones de reconocimiento de calificaciones (como tal término se describe más abajo) de S&P no constituyen recomendaciones para comprar, retener o vender ningún instrumento o para tomar decisión de inversión alguna, y no se refieren a la conveniencia de ningún instrumento o título-valor. S&P no asume obligación para actualizar el Contenido tras su publicación en cualquier forma o formato. No debe dependerse del Contenido y éste no es sustituto de la capacidad, juicio y experiencia del usuario, de su administración, empleados, asesores y/o clientes al realizar inversiones y tomar otras decisiones de negocio. S&P no actúa como fiduciario o asesor de inversiones excepto donde esté registrado como tal. Aunque S&P ha obtenido información de fuentes que considera confiables, no realiza labores de auditoría ni asume la tarea de revisión o verificación independiente de la información que recibe.

En la medida en que las autoridades regulatorias permitan a una agencia calificadora reconocer en una jurisdicción una calificación emitida en otra jurisdicción para fines regulatorios determinados, S&P se reserva el derecho de asignar, retirar o suspender tal reconocimiento en cualquier momento y a su sola discreción. Las Partes S&P no asumen obligación alguna derivada de la asignación, retiro o suspensión de un reconocimiento así como cualquier responsabilidad por cualesquiera daños que se aleguen como derivados en relación a ello.

S&P mantiene algunas actividades de sus unidades de negocios independientes entre sí a fin de preservar la independencia y objetividad de sus respectivas actividades. Como resultado de ello, algunas unidades de negocio de S&P podrían tener información que no está disponible a otras de sus unidades de negocios. S&P ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de la información no pública recibida en conexión con cada uno de los procesos analíticos.

S&P recibe un honorario por sus servicios de calificación y por sus análisis, el cual es pagado normalmente por los emisores de los títulos o por suscriptores de los mismos o por los deudores. S&P se reserva el derecho de diseminar sus opiniones y análisis. Las calificaciones y análisis públicos de S&P están disponibles en sus sitios web, www.standardandpoors.com y www.standardandpoors.com.ar (gratuitos), y www.ratingsdirect.com y www.globalcreditportal.com (por suscripción) y pueden distribuirse por otros medios, incluyendo las publicaciones de S&P y por redistribuidores externos. Información adicional sobre los honorarios por servicios de calificación está disponible en www.standardandpoors.com/usratingsfees.

La escala nacional de calificaciones para la República Argentina utiliza los símbolos globales de S&P Global Ratings con la adición del prefijo 'ra' (República Argentina) y está dirigida al mercado financiero argentino, no siendo directamente comparable con la escala global de calificaciones de S&P Global Ratings. La escala completa está disponible en www.standardandpoors.com.ar o bien haga clic [aquí](#).

S&P Global Ratings Argentina S.R.L., Agente de Calificación de Riesgo, Registro CNV N°5, una unidad de S&P Global Ratings, Leandro N. Alem 815, Piso 3° (C1001AAD), Buenos Aires, Argentina. Prohibida su reproducción total o parcial.

ANEXO I: GLOSARIO

1. **Capital:** Deuda Financiera + Impuestos Diferidos no Corrientes + Patrimonio Neto + Interés Minoritario
2. **Cobertura de Intereses con EBIT:** EBIT / Gastos por Intereses
3. **Cobertura de Intereses con EBITDA:** EBITDA / Gastos por Intereses
4. **Cobertura de Intereses en Efectivo con GIF:** (GIF + Gastos por Intereses) / Intereses en Efectivo
5. **Deuda Financiera:** Deuda Financiera Bruta – Excedente de Caja
6. **Deuda Financiera / Capitalización Total:** Deuda Financiera / (Deuda Financiera + Patrimonio Neto + Interés Minoritario)
7. **Flujo de Fondos Operativo / Deuda Financiera:** Flujo de Fondos de las Actividades Operativas, incluyendo Intereses Recibidos y Pagados, Dividendos Recibidos e Impuestos Pagados en el período, además de Variaciones de Activos y Pasivos de Corto Plazo / Deuda Financiera
8. **Flujo de Fondos Neto / Inversiones de Capital:** (GIF – Dividendos Pagados) / Inversiones de Capital
9. **Flujo de Fondos Libre / Deuda Financiera:** (Flujo de Fondos de las Actividades Operativas, incluyendo Intereses Recibidos y Pagados, Dividendos Recibidos e Impuestos Pagados en el período, además de Variaciones de Activos y Pasivos de Corto Plazo – Inversiones de Capital) / Deuda Financiera
10. **Flujo de Fondos Discrecional / Deuda Financiera:** (Flujo de Fondos de las Actividades Operativas, incluyendo Intereses Recibidos y Pagados, Dividendos Recibidos e Impuestos Pagados en el período, además de Variaciones de Activos y Pasivos de Corto Plazo – Inversiones de Capital – Dividendos Pagados en Efectivo sobre Acciones Ordinarias y Preferidas) / Deuda Financiera
11. **Gastos por Intereses:** Intereses Devengados por Pasivos Financieros – Ingresos por Intereses derivados de Activos vinculados estructuralmente a instrumentos de deuda
12. **Generación Interna de Fondos (“GIF”):** EBITDA – (Intereses Devengados por Pasivos Financieros – Ingresos por Intereses y Dividendos) – Gasto por Impuesto Corriente
13. **Ingresos antes de Intereses e Impuestos (“EBIT”):** EBITDA – Depreciaciones y Amortizaciones + Ingresos por Intereses + Participación en los Resultados de Entidades no Consolidadas + Otros Resultados no Operativos Recurrentes
14. **Ingresos antes de Intereses, Impuestos, Depreciaciones y Amortizaciones (“EBITDA”):** Resultado Operativo + Depreciaciones y Amortizaciones + Dividendos en Efectivo Recibidos de Entidades no Consolidadas consideradas bajo el método de la participación – Participación en los Resultados de Entidades no Consolidadas
15. **Intereses en Efectivo:** Intereses sobre la Deuda Financiera Bruta Pagados en Efectivo
16. **Margen Bruto:** (Ingresos Operativos – Costo de Ventas) / Ingresos Operativos
17. **Margen de EBIT:** EBIT / Ingresos por Ventas
18. **Margen de EBITDA:** EBITDA / Ingresos por Ventas
19. **Resultado Neto Generado por las Actividades Ordinarias:** Resultado Neto antes de Resultados Extraordinarios y Resultados Generados por Actividades Discontinuas
20. **Retorno sobre el Capital:** EBIT / Promedio del Capital de los dos últimos años
21. **Retorno sobre el Patrimonio Neto:** Resultado Neto Generado por las Actividades Ordinarias / Promedio del Patrimonio Neto de los dos últimos años
22. **Retorno sobre los Activos:** EBIT / Promedio del Total de Activos de los dos últimos años
23. **Ratio de Pago de Dividendos:** Dividendos Pagados / Resultado Neto Generado por las Actividades Ordinarias

En Millones de ARS	Ejercicio Anual *			
	Jun-15	Jun-16	Jun-17	Jun-18
INDICADORES FINANCIEROS CLAVE				
Indicadores operativos y de rentabilidad				
Ingresos **	4,565.4	5,514.0	5,750.0	6,978.0
Crecimiento Anual de Ingresos (%)	48.2	20.8	4.3	21.4
Margen Bruto (%)	70.8	67.2	58.8	60.7
EBITDA	2,766.5	3,082.0	2,374.0	2,940.0
Margen de EBITDA (%)	60.6	55.9	41.3	42.1
EBITDA / Intereses en Efectivo (x)	4.9	3.6	2.2	2.1
Generación Interna de Fondos (GIF)	1,593.9	1,632.0	2,274.0	2,421.0
GIF / Deuda Financiera (%)	35.2	20.9	23.4	12.7
Cobertura de Intereses en Efectivo con GIF (x)	4.0	3.1	3.2	3.0
Resultado Operativo	2,558.8	2,822.0	6,494.0	23,492.0
Resultado Operativo / Ingresos (%)	56.0	51.2	112.9	336.7
EBIT	2,261.9	2,447.0	7,061.0	24,058.0
Margen de EBIT (%)	49.5	44.4	122.8	344.8
Retorno sobre el Capital (%)	32.2	28.4	24.8	41.5
Retorno sobre los Activos (%)	22.4	20.0	21.3	35.8
Gastos por Intereses	656.9	1,058.0	1,169.0	1,791.0
Cobertura de Intereses con EBITDA (x)	4.2	2.9	2.0	1.6
Cobertura de Intereses con EBIT (x)	3.4	2.3	6.0	13.4
Resultado Neto Generado por las Actividades Ordinarias	520.6	120.0	2,749.0	14,630.0
Retorno sobre el Patrimonio Neto (%)	23.2	5.9	22.0	54.8
Ratio de Pago de Dividendos (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
Indicadores del Flujo de Fondos				
Flujo de Fondos Operativo	389.5	10.0	787.0	1,518.0
Flujo de Fondos Operativo / Deuda Financiera (%)	8.6	0.1	8.1	8.0
Flujo de Fondos Operativo (+ Reclasificaciones) / Intereses en E	1.7	1.0	1.7	2.1
Inversiones de Capital	34.8	20.0	47.0	89.0
Flujo de Fondos Neto / Inversiones de Capital (%)	3,722.7	7,630.0	4,814.9	1,052.8
Flujo de Fondos Libre	354.6	(10.0)	740.0	1,429.0
Flujo de Fondos Libre / Deuda Financiera (%)	7.8	(0.1)	7.6	7.5
Dividendos Pagados	297.3	106.0	11.0	1,484.0
Flujo de Fondos Discrecional	57.3	(116.0)	729.0	(55.0)
Flujo de Fondos Discrecional / Deuda Financiera (%)	1.3	(1.5)	7.5	(0.3)
Indicadores del Balance y de Endeudamiento				
Caja e Inversiones de Corto Plazo	670.6	1,904.0	3,013.0	9,079.0
Excedente de Caja	502.9	1,428.0	2,259.8	6,809.3
Total de Activos	10,292.0	14,195.0	52,004.0	82,274.0
Deuda Financiera	4,521.9	7,802.0	9,720.3	19,009.8
Deuda Financiera / EBITDA (x)	1.6	2.5	4.1	6.5
Deuda Financiera / Capitalización Total (%)	61.2	83.3	29.4	34.2
Pasivo Total	6,917.9	11,206.0	26,361.3	38,969.8
Patrimonio Neto	2,871.2	1,561.0	23,383.0	36,495.0
Indicadores Adicionales del Flujo de Fondos (para los periodos anuales)				
Cuentas a Cobrar (Días)	74.2	187.9	247.7	166.9
Inventario (Días)	5.4	5.0	4.7	4.8
Cuentas por Pagar (Días)	215.2	221.9	204.8	248.4
Ciclo de Conversión a Caja (Días)	(135.6)	(29.0)	47.6	(76.8)

** Por normas contables, hemos incorporado dentro de los ingresos y los costos, los fondos de terceros por expensas y fondo de promoción colectivo. De no incorporar estos fondos el margen de EBITDA estaría alrededor de 75%