

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

Informe Integral

Factores relevantes de la calificación

ON Clase 30: FIX SCR (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX- asignó en la categoría A(arg) la calificación de largo plazo de las ONs Clase 30 a ser emitidas por Cresud S.A.C.I.F.yA. La calificación contempla el cierre del plan financiero 2020 por parte de Cresud con las emisiones de ON por el equivalente a USD 134.4 millones. No obstante, FIX considera que a nivel grupo el riesgo de refinanciamiento sigue presente, ya que entre IRSA y Cresud presentan durante el periodo septiembre-diciembre 2020 un elevado servicio de deuda (con el mercado de capitales que opera por USD 395 millones, sin considerar las emisiones en el mercado local y venta de activos, que serán destinadas parcialmente para cumplir con dichos vencimientos. 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 compañía agrega al análisis consolidado alrededor de USD 465 millones de deuda (35% del total excluyendo IDBD y DIC) Mar '20 y un flujo de fondos acotado con un perfil más volátil.

Confirmación de Rating Watch (Alerta) Negativo: El Rating Watch Negativo refleja el impacto negativo derivado del coronavirus sobre el perfil financiero y liquidez del grupo, en vista a la incertidumbre respecto de la duración de la actual crisis generada por el COVID-19. FIX asume que los niveles de actividad serán bajos durante los meses de otoño e invierno, lo cual podría estresar los niveles de liquidez aun considerando la capacidad del grupo de mantener ciertas líneas bancarias disponibles en vista de su sólida posición de mercado y el valor de sus activos. Esperamos que el grupo implemente medidas de contingencia. Por otra parte, las compañías agro industriales como Cresud, son actualmente consideradas como actividades esenciales y se espera que su operatoria continúe sin mayores impactos sobre la cadena de pagos.

Sólida posición competitiva: Cresud detenta una fuerte posición competitiva en el mercado agropecuario regional e inmobiliario en Argentina, principalmente a través de su participación controlante en IRSA, la mayor compañía de bienes raíces del país (calificada en A(arg) por FIX). IRSA posee, a través de IRSA PC, a Mar'20 15 centros comerciales en el país con un área locativa bruta de aprox. 332.642 m² y mantiene un portfolío de oficinas Premium por 115.640 m². IRSA también cuenta con una participación en Banco Hipotecario, negocios en hotelería, en inmuebles en el exterior y controla los holdings israelíes IDBD y DIC.

Diversificado portafolio de activos: La calificación contempla la importante posición de activos de la compañía y su diversificación internacional. A Mar'20, la cartera de tierras de Cresud alcanzaba las 440.537 hectáreas en reserva, 301.416 productivas y 17.464 en desarrollo 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. La compañía logra vender sus propiedades, en promedio, por un monto de entre 2-3x su valor en libros.

IDBD y DIC 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 y DIC, ya que la deuda de los holdings israelí no poseen recurso sobre el patrimonio de Cresud. Si bien se presentan las cifras consolidadas, el análisis crediticio excluye el centro de operaciones correspondiente a IDBD y DIC. En 2019, IRSA aprobó la suscripción de un compromiso para realizar aportes de capital adicionales por hasta la suma total de USD 60 MM, de los cuales quedan comprometidos dos a aportes de USD 20 MM c/u en sept-20 y sept-21.

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

Liquidez adecuada pero con apalancamiento creciente: A Mar'20, Cresud (excluyendo IDBD y DIC) alcanzaba un ratio de deuda neta a EBITDA de 6.9x y una cobertura de intereses con EBITDA de 1.7x. En términos consolidados (incluyendo IDBD y DIC), la compañía presenta una posición de caja y equivalentes a Mar'20 por \$64.758 millones y una deuda de corto plazo por \$85.876 millones. A Mar'20 el 64% de la deuda está compuesta por ONs emitidas bajo las leyes locales. Durante el año calendario 2020 Cresud ha emitido en el mercado local el equivalente a USD 134.4 millones, por su parte IRSA acumula USD 104.2 millones emitidos. Adicionalmente, IRSA PC se ha hecho con fondos líquidos por aprox. USD 110.8 millones con la venta de activos. En el mismo periodo, IRSA canceló en tiempo y forma los vencimientos de capital de las ON Clase 2 (Ley NY) por USD 71.4 millones y la Clase II en \$ Chilenos equivalente a USD 45 millones, en jul-20 y ago-20, respectivamente.

Calificaciones

Calificación del emisor	A(arg)
ON Clase 30 por hasta US\$ 20 MM ampliable por hasta US\$ 50 MM	A(arg)

Rating Watch (Alerta) Negativo

Resumen Financiero

Cifras Excluyen IDBD-DIC

Consolidado	31/3/2020	30/6/2019
\$ miles constantes a Mar-20	LTM	12 Meses
Total Activos	183.909.000	188.315.215
Deuda Financiera	90.344.000	79.864.466
Ingresos	40.239.308	35.187.308
EBITDA	12.094.196	10.533.766
EBITDA (%)	30,1	29,9
Deuda Total / EBITDA	7,5	7,6
Deuda Neta Total / EBITDA	6,9	6,7
EBITDA / Intereses	17	17

Informes relacionados

[Metodología de calificación de empresas registrado ante la CNV](#)

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

[IRSA Propiedades Comerciales](#)

Analista Principal

Cándido Pérez
 Analista
 +54 11 5235-8119
candido.perez@fixscr.com

Analista Secundario

Gustavo Avila
 Director
 +54 11 5235-8142
gustavo.avila@fixscr.com

Responsable del sector

Cecilia Minguillon
 Director Senior
 +54 11 5235-8123
cecilia.minguillon@fixscr.com

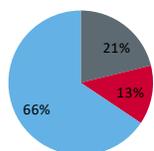
Perfil del negocio

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 759.417 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 consolida desde 2012.

La compañía posee una participación de aproximadamente un 62.4% de IRSA, una empresa de bienes raíces líder en el país dedicada a la adquisición, desarrollo y operación de edificios de oficinas, 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), DIC Discount Investment Corporation (DIC), el REIT hotelero Condor Hospitality Trust y el edificio Lipstick en Nueva York.

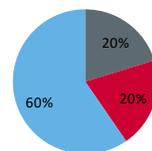
En la actualidad, Cresud divide sus negocios en tres segmentos: Negocio Agropecuario, Centro de Operaciones Argentina (incluye principalmente las operaciones de IRSA Propiedades Comerciales) y Centro de Operaciones Israel (comprende a IDBD y DIC, uno de los mayores y más diversificados grupos de inversión de Israel).

Ventas por Segmentos 9M-2020



■ Negocios Agropecuarios
■ Centro de Operaciones Argentina
■ Centro de Operaciones Israel

EBITDA por Segmentos 9M-2020

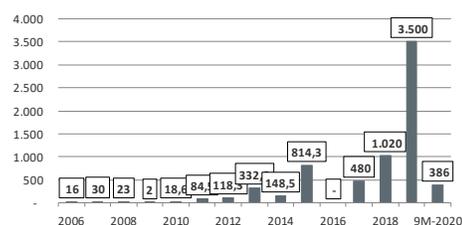


■ Negocios Agropecuarios
■ Centro de Operaciones Argentina
■ Centro de Operaciones Israel

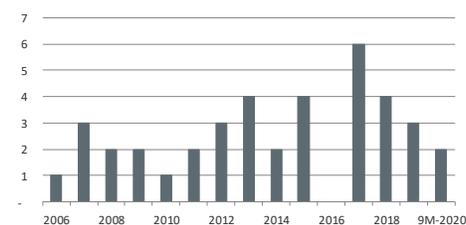
Los Negocios Agropecuarios de Cresud comprenden principalmente la adquisición, transformación y venta de tierras y la producción agropecuaria, hacienda y leche. Actualmente la compañía posee 759.417 hectáreas (has.), distribuidas en Argentina, Brasil, Bolivia y Paraguay, compuestas por 440.537 hectáreas en reserva, 301.416 productivas y 17.464 en desarrollo.

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. Durante el primer semestre del año fiscal 2020 Cresud mediante Brasilagro vendió dos fracciones de campo ubicadas en Jaborandi, Estado de Bahía y en Alto Taquari, Mato Grosso por BRL 28,2 millones (aprox. USD 7.1 millones). 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. Durante los primeros nueve meses del año fiscal 2020 se observa una recuperación en los volúmenes, con relación a los obtenidos durante el mismo periodo de tiempo del año fiscal 2019, incluso llegando a mostrar máximos históricos de producción, principalmente debido al incremento en los rindes de Maíz, Sorgo y Caña de Azúcar. Por su parte, la hacienda se mantiene en volúmenes similares a 2019, pero con un mejor entorno de precios en la Argentina, incluso superando a la inflación en dicho periodo.

Granos - Volumen de Producción					
Toneladas	9M-2016	9M-2017	9M-2018	9M-2019	9M-2020
Maíz	186.847	242.641	270.923	134.618	299.918
Soja	26.758	17.320	58.706	101.351	119.574
Trigo	15.578	30.989	32.322	37.596	43.925
Sorgo	1.051	731	1.816	1.267	3.229
Girasol	3.354	3.853	5.310	5.384	1.954
Algodón	-	-	-	-	3.519
Otros	5.494	3.093	1.171	1.946	5.620
Total	239.082	298.627	370.248	282.162	477.739

Caña de Azucar - Volumen de Producción					
Toneladas	9M-2016	9M-2017	9M-2018	9M-2019	9M-2020
Caña de Azucar	877.396	580.783	912.688	1.431.110	1.634.521

Producción Ganadera y Lechera - Volumen de Producción					
Toneladas	9M-2016	9M-2017	9M-2018	9M-2019	9M-2020
Hacienda Carne	5.881	6.484	8.692	8.655	9.016
Tambo	399	390	196	-	-

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.

Debido a los efectos de las medidas tomadas por el Gobierno Nacional para prevenir el contagio del COVID-19, los shoppings ubicados en el AMBA (excluyendo a Distritos Arcos) del portafolio de IRSA siguen cerrados al público general desde el 20 de Marzo, generando impacto negativo sobre el perfil financiero y liquidez del grupo, en vista a la incertidumbre respecto de la duración de la actual crisis. FIX asume que los niveles de actividad serán bajos durante los próximos meses de otoño e invierno, lo cual podría llevar a una caída significativa en las ventas de los locatarios. Esto podría estresar los niveles de liquidez aun considerando la capacidad del grupo de mantener ciertas líneas bancarias disponibles en vista de su sólida posición de mercado y el valor de sus activos.

Los shoppings ubicados en Ciudad Autónoma de Buenos Aires y Gran Buenos Aires continuarán operando en los rubros considerados esenciales como: farmacias, supermercados y bancos hasta el 30 de Agosto. En el interior del país, los shoppings Alto Noa, Mendoza Plaza, Córdoba Shopping, Alto Rosario, La Ribera Shopping y Alto Comahue se encuentran operativos con estrictos protocolos que incluye horarios reducidos, distanciamiento social y medidas de seguridad e higiene. El total de los shoppings en operación suman aproximadamente 148.000 m², representativos del 44% del área bruta locativa de su portfolio, exceptuando los patios de comidas y locales del rubro entretenimiento de los centros comerciales en Neuquén, Córdoba y Santa Fe que aún no reanudaron sus operaciones.

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 759.417 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 34.7%. 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 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.

Elevado endeudamiento en IDBD: El Centro de Operaciones de Israel presenta un elevado nivel de endeudamiento con EBITDA, aunque el holding ha logrado refinanciar la mayor parte de su deuda de corto plazo y extender su perfil de vencimientos. Si bien FIX considera que la compañía logrará cumplir con sus obligaciones financieras, futuros aportes de fondos podrían presionar la liquidez y el nivel de endeudamiento de IRSA. No obstante, las deudas de IDBD no poseen recurso sobre el patrimonio de IRSA ni de ninguna de sus subsidiarias.

Sin embargo, en agosto de 2019, IRSA aprobó la suscripción de un compromiso con Dolphin (100% controlada IDBD) para realizar aportes de capital por hasta la suma NIS 210 millones (USD 60 millones), entre septiembre de 2019 y septiembre de 2021. Según el siguiente esquema: NIS 70 millones (USD 20 millones) el cual se realizó en 2019, NIS 70 millones (USD 20 millones) a ser aportados hasta septiembre de 2020 de los cuales entre Febrero de 2020 y Marzo 2020 fueron otorgadas a las entidades financieras mediante garantías autónomas, incondicionales a través de las cuales IDBD realizó las transacciones de swap con acciones de Clal y los últimos NIS 70 millones hasta septiembre de 2021. Según el acuerdo de Dolphin con IDBD dichas contribuciones tendrán el carácter de aportes de capital derivando en la emisión

de nuevas acciones de IDBD a favor de la controlante o bien podrán ser otorgados en forma de préstamo subordinado.

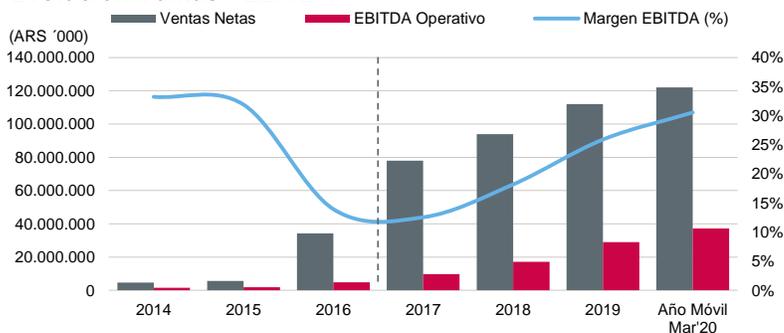
En Jul-20 IRSA comunico la venta del total de su participación equivalente al 26% del capital social de Shufersal por un monto equivalente a USD 422.2 millones (NIS 1.456 millones). De esta manera, DIC culmina el proceso de venta de esta compañía. El resultado contable de esta operación en IRSA, de aproximadamente \$1.480 millones (considerando el valor libro de Shufersal al 31 de marzo de 2020), será reconocido en el los balance del primer trimestre del periodo fiscal 2021. Shufersal es la principal compañía de supermercados de Israel operando un total de 377 tiendas en todo el país.

Perfil Financiero

Rentabilidad

En los últimos doce meses a Mar'20, Cresud consolidado generó ventas y EBITDA por \$ 122.111 millones y \$ 37.282 millones respectivamente. El importante crecimiento de las ventas y caída en los márgenes de rentabilidad durante 2016-2017 se deben principalmente a la consolidación de IDBD y DIC en los balances de la compañía. Durante el ejercicio fiscal 2018, la suba de márgenes se encuentra ligada a la venta de Shufersal y desconsolidación de sus estados contables en los balances de Cresud, la cual presentaba una gran participación en las ventas del holding con márgenes de rentabilidad en torno al 6%. En el Centro de Operaciones Argentina, que excluye las operaciones del holding israelí, Cresud presenta ventas en dólares estables en torno a los USD 400-500 millones con una generación de EBITDA más volátil y márgenes de rentabilidad por encima del promedio histórico, debido a una mayor actividad en el negocio agropecuario.

Evolución Ventas - EBITDA

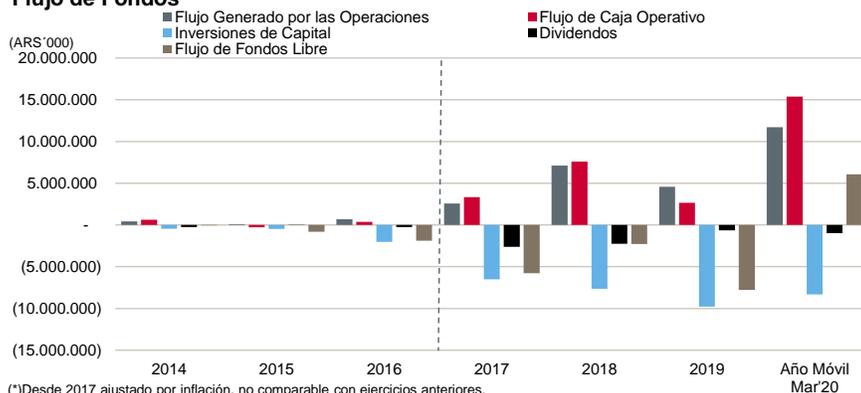


(*)Desde 2017 ajustado por inflación, no comparable con ejercicios anteriores.
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

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. Sin embargo, a Mar'19, el FFL consolidado fue positivo en \$6.057 millones, explicado por un elevado nivel de Flujo de Caja Operativo (FCO) de \$ 15.362 millones y a pesar de haber realizado inversiones en capital fijo por \$ 8.309 millones, principalmente llevadas a cabo por su subsidiaria IRSA en los proyectos de expansión de Oficinas y Centro Comerciales, como también por la distribución de dividendos por \$ 996 millones.

Flujo de Fondos



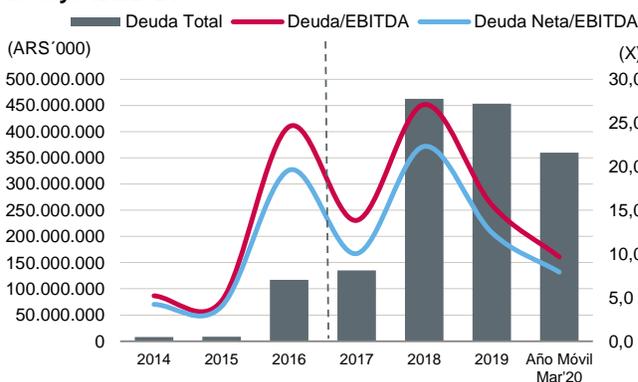
(*)Desde 2017 ajustado por inflación, no comparable con ejercicios anteriores.
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

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.

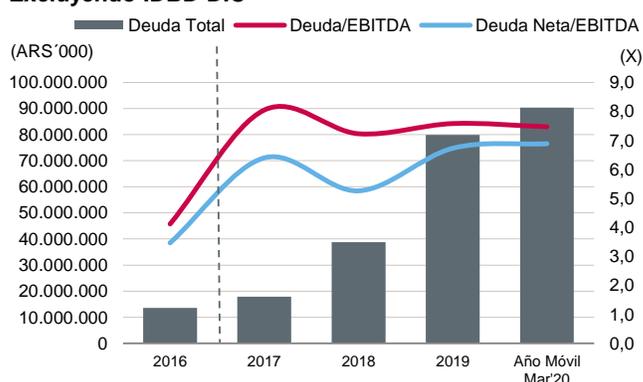
A Mar'20, Cresud presentaba niveles de endeudamiento neto de 7.9x, inferiores respecto de 2018 cuando la relación deuda neta a EBITDA llegó a ubicarse en 22.3x, aunque superior a las obtenidas hasta año fiscal 2015. FIX espera que la compañía mantenga, en el mediano plazo, niveles de endeudamiento neto en torno a 8.0x-9.0x.

Deuda Total y Endeudamiento Incluye IDBD-DIC



(*)Desde 2017 ajustado por inflación, no comparable con ejercicios anteriores.
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Deuda Total y Endeudamiento Excluyendo IDBD-DIC



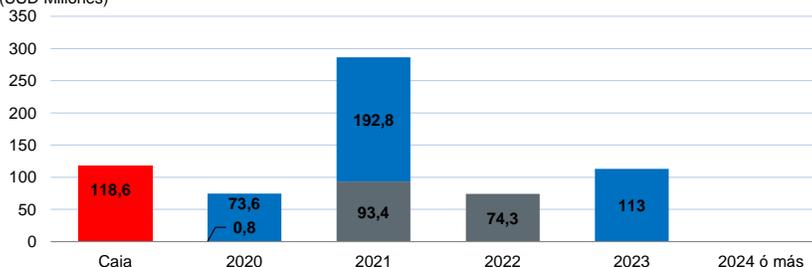
(*)Desde 2017 ajustado por inflación, no comparable con ejercicios anteriores.
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

La deuda financiera de Cresud (excluyendo IDBD y DIC) ascendía a Mar'20, a los \$ 90.344 millones, principalmente denominada en dólares, de los cuales USD 360 millones y USD 140 millones corresponden a las Obligaciones Negociables Clase 2 y 4 respectivamente emitidas por su subsidiaria IRSA PC con vencimiento en 2023 y 2020, USD 113 millones corresponden a las ON Clase 23 emitidas por Cresud con vencimiento en 2023, ON Clase 24 y 25 por USD 73.6 millones y USD 59.6 millones, con vencimiento en 2020 y 2021, respectivamente y USD 300 millones corresponden a las ON emitidas por IRSA con vencimiento en 2020. 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 / Cresud, parte de su elevada liquidez u otra fuente de financiamiento adicional. Cresud agrega al análisis consolidado alrededor de USD 465 millones de deuda (35% del total excluyendo IDBD y DIC) y un flujo de fondos acotado con un perfil más volátil.

Vencimiento de la Deuda Cresud

A Marzo '20

(USD Millones)



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Fondeo y flexibilidad financiera

Si bien el grupo ha demostrado una elevada flexibilidad financiera producto de una fuerte y estable generación de fondos, una sólida posición de liquidez y un importante historial de emisiones internacionales. Sin embargo, durante el año calendario 2020 entre Cresud, IRSA e IRSA PC presentan durante el año calendario 2020 un elevado servicio de deuda con el mercado de capitales que opera por USD 395 millones. FIX considera que con la caja actual y una generación de fondos debilitado por el ciclo macroeconómico recesivo y a los efectos de las medidas tomadas por el Gobierno Nacional para controlar el contagio del COVID-19 con una incidencia negativa principalmente en los centro comerciales y hoteles, el grupo deberá refinanciar parte de dichos vencimientos en un contexto de incertidumbre financiera por la renegociación de la deuda soberana en Argentina y presionado por los aportes de capital a IDBD y DIC.

El grupo ha demostrado su acceso al mercado de capitales con la emisión en cabeza de Cresud del equivalente a USD 134.4 millones en Ene'20 y Jun'20, mientras que IRSA acumula USD 104.2 millones emitidos entre May'20 y Jul'20. Adicionalmente, IRSA PC se ha hecho con fondos líquidos equivalentes a USD 110.8 millones por la venta de pisos de oficinas en los edificios Catalinas y Torre Boston, como también de la torre Bouchard 710, todas ubicadas en el centro de la Ciudad de Buenos Aires. En tanto, IRSA canceló en tiempo y forma los vencimientos de capital de las ON Clase 2 (Ley NY) por USD 71.4 millones y la Clase II en Pesos Chilenos por el equivalente a USD 45 millones, en jul-20 y ago-20, respectivamente.

Anexo I. Resumen Financiero

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

(miles de ARS, año fiscal finalizado en junio)

Cifras Consolidadas	Moneda Constante(*)		Moneda Constante(*)		Moneda Constante(*)		Moneda Constante(*)	
	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Normas Contables								
Año	Año Móvil	mar-20	2019	2018	2017	2016	2015	
Período	Últ. 12 meses	9 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	
Coefficiente de fecha de cierre		305,55	225,54	225,54				
Coefficiente de actualización		305,55	305,55	305,55				
Ratio de ajuste		1,00	1,35	1,35				

Rentabilidad

EBITDA Operativo	37.281.824	25.726.000	29.013.824	17.072.853	9.781.000	4.774.000	1.803.000
EBITDAR Operativo	37.281.824	25.726.000	29.013.824	17.072.853	9.781.000	4.774.000	1.803.000
Margen de EBITDA	30,6	29,4	25,9	18,2	12,6	13,9	31,9
Margen de EBITDAR	30,6	29,4	25,9	18,2	12,6	13,9	31,9
Margen del Flujo de Fondos Libre	5,0	0,2	(6,9)	(2,4)	(7,4)	(5,5)	(14,3)

Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	1,5	1,2	1,2	1,4	1,4	1,2	1,1
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	1,5	1,4	1,3	0,9	1,5	1,7	2,0
EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres)	1,5	1,4	1,3	0,9	1,5	1,7	2,0
EBITDA / Servicio de Deuda	0,3	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2	0,5
EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda	0,3	0,2	0,3	0,2	0,3	0,2	0,5
FGO / Cargos Fijos	1,5	1,2	1,2	1,4	1,4	1,2	1,1
FFL / Servicio de Deuda	0,3	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	9,9	12,3	16,4	17,3	14,5	34,3	8,6
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	9,7	10,5	15,6	27,1	13,8	24,6	4,6
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	7,9	8,6	12,5	22,3	10,0	19,6	4,0
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	9,7	10,5	15,6	27,1	13,8	24,6	4,6
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR Operativo	7,9	8,6	12,5	22,3	10,0	19,6	4,0
Costo de Financiamiento Implícito (%)	6,0	6,1	5,0	6,6	5,3	4,4	10,9
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	23,9	23,9	16,8	14,6	17,2	20,0	29,8

Balance

Total Activos	576.494.000	576.494.000	688.986.000	755.521.831	241.446.000	199.651.000	32.346.000
Caja e Inversiones Corrientes	64.758.000	64.758.000	92.203.000	81.787.663	37.216.000	23.769.000	1.138.000
Deuda Corto Plazo	85.876.000	85.876.000	76.284.000	67.619.444	23.287.000	23.488.000	2.477.000
Deuda Largo Plazo	273.972.000	273.972.000	377.144.000	395.106.078	112.025.000	93.808.000	5.833.000
Deuda Total	359.848.000	359.848.000	453.428.000	462.725.521	135.312.000	117.296.000	8.310.000
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	359.848.000	359.848.000	453.428.000	462.725.521	135.312.000	117.296.000	8.310.000
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	359.848.000	359.848.000	453.428.000	462.725.521	135.312.000	117.296.000	8.310.000
Total Patrimonio	84.020.000	84.020.000	120.704.000	167.261.663	49.173.000	37.200.000	15.169.000
Total Capital Ajustado	443.868.000	443.868.000	574.132.000	629.987.185	184.485.000	154.496.000	23.479.000

Flujo de Caja

Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	11.708.134	3.780.000	4.579.134	7.103.076	2.575.000	678.000	76.000
Variación del Capital de Trabajo	3.653.803	3.960.000	(1.929.197)	499.911	748.000	(296.000)	(363.000)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	15.361.937	7.740.000	2.649.937	7.602.988	3.323.000	382.000	(287.000)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(8.308.656)	(6.710.000)	(9.793.656)	(7.642.276)	(6.500.000)	(2.023.000)	(489.000)
Dividendos	(996.324)	(897.000)	(631.324)	(2.242.150)	(2.610.000)	(239.000)	(34.000)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	6.056.956	133.000	(7.775.044)	(2.281.438)	(5.787.000)	(1.880.000)	(810.000)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	3.156.805	3.149.000	29.805	48.772	300.000	1.406.000	2.515.000
Otras Inversiones, Neto	21.262.142	19.666.000	19.766.142	(22.315.825)	3.785.000	9.244.000	(1.171.000)
Variación Neta de Deuda	(27.928.854)	(43.413.000)	14.332.146	6.651.937	7.345.000	(314.000)	(617.000)
Variación Neta del Capital	747.000	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	(25.896.838)	(4.717.000)	(15.365.838)	8.769.447	2.115.000	1.145.000	(34.000)
Variación de Caja	(22.602.789)	(25.182.000)	10.987.211	(9.127.108)	7.758.000	9.601.000	(117.000)

Estado de Resultados

Ventas Netas	122.011.333	87.462.000	111.992.333	93.866.821	77.918.000	34.232.000	5.652.000
Variación de Ventas (%)	N/A	12,9	19,3	N/A	127,6	505,7	22,8
EBIT Operativo	23.207.774	14.010.000	18.710.774	17.072.853	4.924.000	2.610.000	1.691.000
Intereses Financieros Brutos	24.503.403	18.186.000	23.047.403	19.653.696	6.736.000	2.740.000	887.000
Alquileres	0	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	(45.655.265)	(24.601.000)	(39.257.265)	(1.614.890)	5.028.000	8.537.000	2.824.000

(*) Moneda constante a Marzo 2020

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

Obligación Negociable Clase 30

Monto Autorizado: Por hasta US\$ 20 MM, ampliable por hasta US\$ 50 MM.

Monto Emisión: A definir.

Moneda de Emisión: Dólares.

Forma de suscripción: En Pesos al tipo de cambio del día hábil anterior al inicio del período de licitación pública, correspondiente al tipo de cambio determinado y publicado por el Banco Central de la Republica Argentina (BCRA) mediante la Comunicación "A" 3500 o la regulación que la sucediere o modificare en el tiempo. El tipo de cambio será informado en el aviso de resultados.

Moneda de Pago: En Pesos al tipo de cambio resultado del promedio aritmético simple de los últimos 3 días hábiles previos a la fecha de cálculo correspondiente del tipo de cambio publicado por el BCRA Comunicación "A" 3500 (o la regulación que la sucediere o modificare en el tiempo), siempre y cuando dicho tipo de cambio reflejare el tipo de cambio para la liquidación de divisas proveniente de la exportación de los productos de referencia (descriptos en los capítulos N° 10, 12, 15 y 23 del nomenclador común del Mercosur), el cual será calculado por la compañía. En el supuesto que (i) dicho tipo de cambio no reflejare el tipo de cambio para la liquidación de divisas proveniente de la exportación de los productos de referencia, circunstancia que deberá ser informada por la compañía, o (ii) el BCRA dejare de efectuar dicha determinación y publicación, será en primer lugar, el promedio aritmético del tipo de cambio comprador de los Pesos equivalentes a un Dólar Estadounidense divisa por la liquidación de divisas proveniente de la exportación de cada uno de los productos de referencia informado por el BCRA al cierre de operaciones; o (y) si este último no se encontrara disponible por cualquier causa, en segundo lugar, el promedio aritmético de la cotización del Dólar Estadounidense divisa comprador por la liquidación de divisas proveniente de la exportación de productos de referencia informada por los siguientes bancos: la Sucursal de Citibank N.A establecida en la República Argentina, Banco Santander Río S.A., Industrial and Commercial Bank of China (Argentina) S.A., Banco de Galicia y Buenos Aires S.A. y Banco Itaú Argentina S.A. en Argentina, al cierre de sus operaciones.

Fecha de Emisión: A definir.

Fecha de Vencimiento: A los 36 meses desde la fecha de emisión y liquidación.

Amortización de Capital: En una sola cuota a la fecha de vencimiento.

Intereses: Tasa fija a licitar.

Cronograma de Pago de Intereses: Trimestralmente.

Destino de los fondos: Principalmente refinanciación de pasivos y financiar capital de trabajo en Argentina.

Garantías: NA.

Opción de Rescate: Rescate a opción de la emisora por cuestiones impositivas, por cambio de control y rescate a opción de la compañía.

Ley Aplicable: Argentina.

Anexo IV. 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 **25 de Agosto de 2020** confirmó* en **Categoría A(arg)** la calificación del emisor de largo plazo de **Cresud S.A.C.I.F.yA.**, y asignó en **A(arg)** la calificación de largo plazo de los siguientes títulos a ser emitidos por la compañía:

- Obligaciones Negociables Clase 30 por hasta US\$ 20 MM, ampliable por hasta US\$ 50 MM.

En el comité se confirmó el **Rating Watch (Alerta) Negativo**.

Categoría A(arg): "A" nacional implica una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de repago en tiempo y forma en un grado mayor que para aquellas obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

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)".

Rating Watch: una calificación se coloca bajo Rating Watch para advertir a los inversores que existe una razonable probabilidad de cambio en la calificación asignada y la probable dirección de ese cambio. El Rating Watch se designa como "Positivo" indicando una posible suba, "Negativo" en caso de una potencial baja, y "en evolución" cuando no se ha determinado la dirección del posible cambio. Generalmente el Rating Watch se resuelve en un período relativamente corto de tiempo. El disparador del RW puede ser tanto un anticipo de un evento o puede tratarse de un hecho ya ocurrido, pero en ambos casos, las implicaciones exactas sobre la calificación permanecen indeterminadas. El período en el cual el RW está vigente es normalmente usado para reunir mayor información y/o profundizar el análisis. Adicionalmente, el RW puede ser usado cuando las consecuencias sobre la calificación son claras, y existe un evento disparador. El RW se extenderá para cubrir el período en que el evento disparador sea resuelto o su resultado sea predecible con un alto grado de certeza.

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

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

Fuentes

- Balances hasta el 31-03-2020 (9 meses) 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 Precios Provisional de las ONs Clase XXX, provisto por el emisor.

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.