

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

### Informe Integral

#### Calificaciones

Calificación al Emisor	A(arg)
ON Clase III por USD 5 MM*	A2(arg)
ON Clase IV por USD 5 MM*	A2(arg)
ON Clase V por USD 5 MM*	A(arg)

\* Las Clase III, IV y V son ampliables en forma conjunta por hasta USD125 MM.

**Rating Watch (Alerta) Negativo**

#### Resumen Financiero

##### Cifras excluyen IDBD-DIC

Consolidado	31/12/2019	30/6/2019
\$ miles constantes a Dic-19	LTM	12 Meses
Total Activos	127.180.000	132.737.823
Deuda Financiera	51.185.000	46.686.590
Ingresos	18.724.267	16.413.193
EBITDA	4.826.501	5.026.501
EBITDA (%)	25,8	30,6
Deuda Total / EBITDA	10,6	9,3
Deuda Neta Total / EBITDA	9,6	8,1
EBITDA / Intereses	18	11

\*El ratio de cobertura de intereses EBITDA/Intereses toma en cuenta los intereses brutos y son calculados por FIX SCR en base a información enviada por la compañía y pueden diferir.

#### Informes relacionados

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

Cresud S.A

IRSA Propiedades Comerciales S.A.

#### Analista Principal

Cándido Pérez  
 Analista  
 +54 11 5235-8119  
[candido.perez@fixscr.com](mailto:candido.perez@fixscr.com)

#### Analista Secundario

Pablo Andrés Artusso  
 Director Asociado  
 +54 11 5235-8121  
[pablo.artusso@fixscr.com](mailto:pablo.artusso@fixscr.com)

#### Responsable del sector

Cecilia Minguillon  
 Director Senior  
 +54 11 5235-8123  
[cecilia.minguillon@fixscr.com](mailto:cecilia.minguillon@fixscr.com)

#### Factores relevantes de la calificación

**ON Clase III, IV y V:** FIX SCR (afiliada a Fitch Ratings) – en adelante FIX – confirmó la calificación de largo plazo de emisor de IRSA Inversiones y Representaciones S.A. (IRSA) en A(arg) y asignó en A(arg) la calificación de las Obligaciones Negociables Clase V y en A2(arg) la calificación de corto plazo de las Obligaciones Negociables Clase III y IV a ser emitidas por la compañía. FIX observa que entre IRSA e IRSA PC presentan durante el año calendario 2020 un elevado servicio de deuda con el mercado de capitales que opera por USD 438 millones. FIX considera que con una caja de USD 191 millones y una generación de fondos debilitado por el ciclo macroeconómico recesivo y a los efectos negativos de las medidas tomadas por el gobierno nacional para controlar el contagio del COVID-19 con una incidencia negativa principalmente en los centro comerciales, IRSA deberá refinanciar cerca de USD 140 millones 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.

**Rating Watch (Alerta) Negativo:** El Rating Watch Negativo refleja el impacto negativo derivado del coronavirus sobre el perfil financiero y liquidez de IRSA, en vista a la incertidumbre respecto de la duración de la actual crisis. FIX asume que los niveles de actividad serán bajos durante la temporada 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. Esperamos que el grupo implemente medidas de contingencia. La resolución del RW negativo dependerá de la generación de liquidez suficiente recortando inversiones y todo gasto no comprometido, adaptando su estructura de costos para resguardar la caja.

**Calidad crediticia vinculada a la de IRSA Propiedades Comerciales:** FIX observa la calidad crediticia de IRSA en conjunto a la de su controlada IRSA PC, calificada por FIX en A(arg). Las compañías poseen un fuerte vínculo operacional, estratégico y reputacional demostrado por la significativa participación de IRSA PC en las ventas y EBITDA del Centro de Operaciones de Argentina de su controlante y relevancia de los dividendos distribuidos sobre los flujos de fondos de IRSA.

**IDBD y DIC sin impacto sobre calidad crediticia de IRSA:** La calidad crediticia de la empresa no se encuentra afectada por la consolidación de las operaciones en IDBD y DIC, ya que la deuda del holding israelí no posee recurso sobre el patrimonio de IRSA ni del resto de sus subsidiarias. Si bien se presentan las cifras consolidadas, el análisis crediticio excluye el centro de operaciones correspondiente a IDBD y DIC, aunque sí se incorporan las necesidades de fondos que las subsidiarias israelíes pudieran requerir de su controlante. En 2019, IRSA aprobó la suscripción de un compromiso para realizar aportes de capital adicionales por hasta la suma USD 40 millones, en septiembre de 2020 y 2021.

#### Sensibilidad de la calificación

Los factores que podrían derivar en acciones de calificación positivas: Aumento de los niveles de liquidez disponible para afrontar compromisos operativos y financieros a lo largo de la crisis desatada a partir de la pandemia. De igual forma, se valorará una mayor visibilidad sobre la liquidez a fines de 2020 luego de operados los principales vencimientos financieros del grupo.

Los factores que podrían derivar en acciones de calificación negativas: Retraso en la obtención de liquidez adicional para manejar un escenario potencial más severo a partir del monitoreo del FCF mensual. O bien, una disminución en el acceso a fuentes de financiamiento.

#### Liquidez y estructura de capital

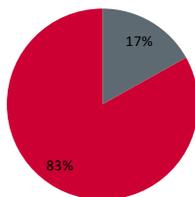
**Métricas crediticias debilitadas:** A Dic'19, IRSA (excluyendo IDBD y DIC) alcanzaba un ratio de deuda neta a EBITDA de 9.6x que comparan negativamente con 8.1x a jun'19 y una cobertura de intereses con EBITDA de 1.8x. Hacia adelante, FIX estima que la compañía mantenga debilitadas coberturas e intereses y un elevado nivel de apalancamiento, mitigado por su elevado nivel de activos fijos. De la deuda total (excluyendo IDBD y DIC) el 87% corresponde a Obligaciones Negociables, de estas, USD 431 millones o el 48% de la deuda total fueron emitidas bajo leyes internacionales y USD 247 millones o el 39% de la deuda total se emitieron bajo las leyes locales, mientras que el restante 13% corresponde a otras deudas financieras y préstamos bancarios. Los fondos de las nuevas emisiones Clase III, IV y V serán utilizados principalmente para refinanciar los vencimientos de las mencionadas vencimientos.

## Perfil del negocio

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

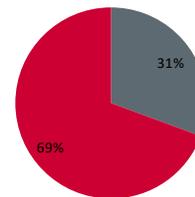
En la actualidad, IRSA divide sus negocios en dos centros de operaciones, los cuales se subdividen en diversos segmentos.

Ventas por Centro de Operaciones 2019



■ Centro de Operaciones Argentina ■ Centro de Operaciones Israel

EBITDA por Centro de Operaciones 2019



■ Centro de Operaciones Argentina ■ Centro de Operaciones Israel

### Centro de Operaciones Argentina

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

**Centros Comerciales y Oficinas:** IRSA PC posee en la actualidad 15 centros comerciales con un total de 332.812 m2 de área bruta locativa, un portafolio de siete edificios de oficinas premium que totalizan unos 115.639 m2 alquilables y una importante reserva de tierras para futuros desarrollos comerciales. Los Centros Comerciales han sido históricamente la principal fuente de ventas y EBITDA de la compañía y en la actualidad se estima que la misma presenta una posición dominante en CABA y alrededores con una participación de mercado del 67%. Actualmente y por disposiciones de las autoridades nacionales para controlar el contagio del COVID-19, todos los shoppings se encuentran cerrados a la espera de nuevas normativas que les permitan abrir sus puertas con medidas sanitarias complementarias.

**Hoteles:** IRSA mantiene cierta exposición a la industria hotelera a través de una importante participación en tres hoteles de cinco estrellas cuyos ingresos provienen del alojamiento, servicios de gastronomía y restaurantes. En los últimos años, tanto las tarifas en dólares como las tasas de ocupación se han mantenido relativamente estables y en línea con el promedio histórico. FIX considera que esta actividad es una de las más afectadas por la Pandemia del COVID-19, que llevó a los países a tomar medidas de restricción en los viajes internacionales y domésticos, por lo que la normalización tomará más tiempo que el resto de las actividades en donde se desenvuelve la compañía.

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

**Operaciones Financieras:** IRSA mantiene una participación del 29.9% en el Banco Hipotecario. Durante el primer semestre del año fiscal 2020 esta inversión generó pérdidas por \$993 millones, lo cual compara negativamente contra una pérdida de \$121 millones en el mismo periodo del año fiscal anterior.

**Internacional:** este segmento incluye principalmente los activos y resultados operativos provenientes de la actividad vinculada con las asociadas Condor y Lipstick. La compañía mantiene una tenencia del 49.9% de New Lipstick, y 18.9% del REIT Condor Trust, ambas contabilizadas como asociadas. El edificio Lipstick cuenta con una superficie locativa de 58.092 m<sup>2</sup>, 95.6% ocupado a dic'19, mientras que Condor es un REIT listado en Nasdaq que se focaliza en hoteles de categoría media los cuales son operados por diversos operadores y franquicias, cuya participación se encuentra en proceso de venta, de donde IRSA espera obtener USD 29 millones.

### Centro de Operaciones Israel

El Centro de Operaciones de Israel comprende a IDBD, uno de los mayores y más diversificados grupos de inversión de Israel, el cual participa a través de sus subsidiarias en numerosos mercados y sectores. La compañía tiene participaciones en Clal Insurance (Clal), una de las aseguradoras más grandes de Israel y en Discount Investment (DIC), quien controla a Property & Building, una compañía líder de real estate en Israel, y es accionista no controlante en Shufersal, la cadena de supermercados más grande de Israel, y de Cellcom, proveedor líder de telefonía celular en ese país.

FIX observa que los márgenes consolidados de IDBD se han estabilizado en torno a 23-25% luego de la desconsolidación de las operaciones de los supermercados con altos volúmenes y bajos márgenes, compensado por el negocio de telecomunicaciones (71% de las ventas) y bienes raíces (27% de las ventas) que presentan márgenes superiores. La compañía de seguros, Clal, se encuentra actualmente clasificado como activo disponible para la venta, cuya valuación de sus acciones al 31/12/2019 ascendía a aproximadamente unos USD 122.5 millones.

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 con IDBD. IRSA se comprometió a realizar los aportes según el siguiente esquema: NIS 70 millones (USD 20 millones) que ya realizó, NIS 70 millones (USD 20 millones) a ser aportados hasta septiembre de 2020 y otros 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.

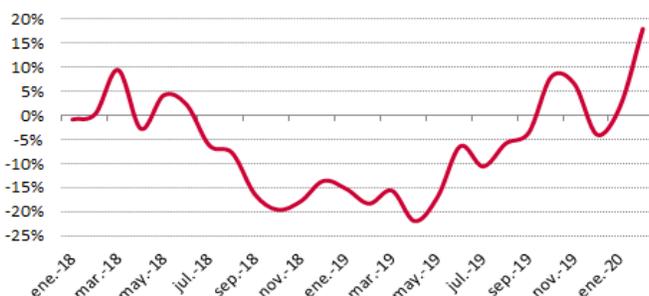
En términos consolidados, IDBD presenta un nivel de endeudamiento elevado con una relación Deuda Neta/ EBITDA de 18.5x, aunque inferior al observado en jun'16 en 25.6x. Si bien, la calidad crediticia de IRSA no se encuentra afectada directamente por la consolidación del holding israelí, ya que la deuda de IDBD no posee recurso sobre el patrimonio de su controlante ni del resto de sus subsidiarias, FIX considera que la compañía manejará sus vencimientos con una combinación de flujos propios, refinanciación de pasivos y fondos provenientes de la venta de Clal y de participaciones accionarias en otras compañías del grupo.

## Riesgo del sector

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

### Ventas reales en Centros Comerciales

Variación interanual



### Índice de Confianza del Consumidor Nacional



Durante los últimos dos años, las ventas reales en Centros Comerciales han observado caídas interanuales de hasta el 22% en abril de 2019 y desde octubre de 2019 se observaron signos de recuperación con la aplicación de planes que promueven la financiación al consumo como "Ahora 12" o similares.

El sector de Consumo Masivo se encuentra actualmente impactado en gran medida por la cuarentena obligatoria desde el 20 de marzo de 2020 en respuesta al COVID-19 y el efecto dependerá de la duración de las medidas tomadas por el gobierno nacional como también por la velocidad de recuperación posterior. La demanda de electrodomésticos, equipos de informática y tecnología es elástica y depende principalmente del salario real y de la evolución en los hábitos de consumo. FIX espera que con la mayor inflación esperada luego de la cuarentena, el nivel de actividad del consumo masivo se mantenga en niveles de actividad inferiores al promedio 2012-2016

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

## Posición competitiva

A través de su participación en IRSA PC, la compañía mantiene de una posición de liderazgo en el mercado de centros comerciales en la Ciudad de Buenos Aires (área de más alto nivel demográfico del país y con un poder adquisitivo superior al promedio nacional) y se estima que presenta una participación de mercado cercana al 67%. Los niveles de ocupación se han ubicado entre 94% y el 98% en los últimos cinco años, aún en la crisis económica de 2001-2002, la ocupación se ubicó en torno al 90%.

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

## Administración y calidad de los accionistas

IRSA es controlada en un 62.34% por Cresud (calificada A(arg) con Rating Watch (Alerta) Negativo por FIX SCR), compañía que además de su participación en IRSA, se dedica a la actividad inmobiliaria agropecuaria, contando con un importante portafolio de campos en la región. El grupo accionario cuenta con una amplia trayectoria en el negocio de bienes raíces y ha demostrado un importante acceso a los mercados financieros y de capitales. El cuadro a continuación presenta la contribución de IRSA al EBITDA de su controlante.

## Factores de riesgo

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

**Elevado endeudamiento en IDBD-DIC:** 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 con IDBD. IRSA se comprometió a realizar los aportes según el siguiente esquema: NIS 70 millones (USD 20 millones) que ya realizó, NIS 70 millones (USD 20 millones) a ser aportados hasta septiembre de 2020 y otros 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.

## Perfil Financiero

### Rentabilidad

Durante los últimos doce meses a diciembre'19, IRSA generó ventas y EBITDA por \$ 90.747 millones y \$ 23.881 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 en los balances de la compañía. Durante el ejercicio fiscal 2018, la caída de ventas y suba de márgenes se encuentran ligadas a la venta de Shufersal y desconsolidación de sus estados contables en los balances de la compañía, 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, IRSA presenta ventas en dólares declinantes, aunque con márgenes en torno al promedio histórico, debido a la importancia y la estabilidad de los flujos generados por su subsidiaria IRSA PC.

### Evolución Ventas - EBITDA

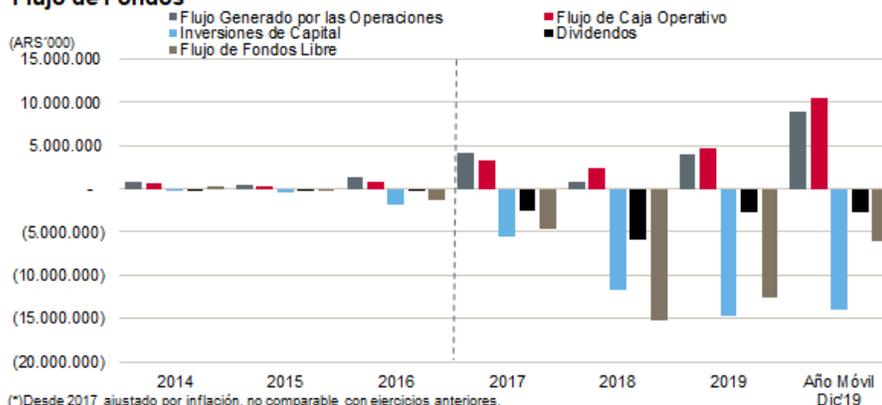


(\*Desde 2017 ajustado por inflación, no comparable con ejercicios anteriores.  
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Flujo de fondos

Históricamente, IRSA ha presentado una fuerte generación interna de fondos. En los últimos doce meses a Dic'19, el Flujo de Caja Operativo ascendió a \$ 10.526 millones, mientras que el Flujo de Fondos Libres (FFL) fue negativo en \$ 6.074 millones, explicado principalmente por un elevado nivel de inversiones de capital \$ 13.971 millones. De igual forma, la compañía distribuyó dividendos por \$ 2.629 millones en el mismo periodo de tiempo.

### Flujo de Fondos



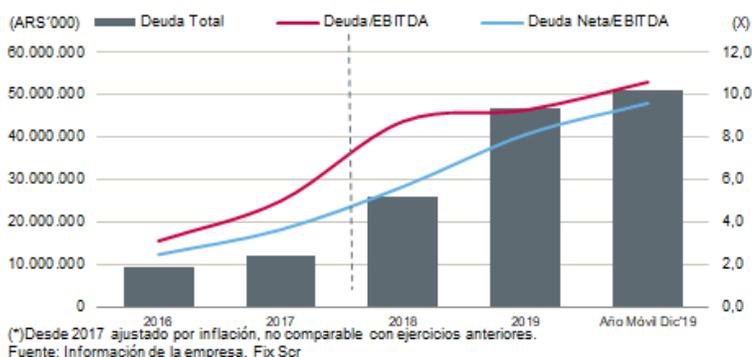
(\*Desde 2017 ajustado por inflación, no comparable con ejercicios anteriores.  
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

## Liquidez y estructura de capital

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

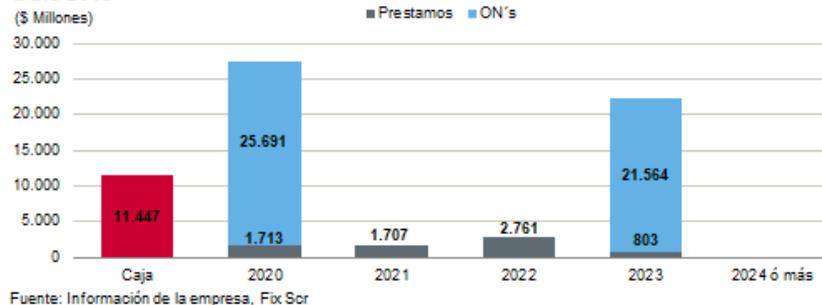
A diciembre'19, IRSA presentaba niveles de endeudamiento superiores respecto a su promedio histórico con una relación deuda neta a EBITDA que se ubicó en 9.6x. Esto se debe principalmente al descalce de moneda entre la deuda totalmente emitida en dólares y los flujos principalmente denominados en pesos que con las devaluaciones sucesivas del peso contra el dólar exacerbaban el apalancamiento. FIX espera que la compañía mantenga sus niveles de endeudamiento a torno a 8.0x EBITDA. En términos consolidados, FIX estima que IRSA mantendrá coberturas de intereses superiores a 1.3x EBITDA.

### Deuda Total y Endeudamiento (Excluyendo IDBD-DIC)



A Dic'19, IRSA (excluyendo IDBD y DIC) alcanzaba un ratio de deuda neta a EBITDA de 9.6x que comparan negativamente con 8.1x a jun'19 y una cobertura de intereses con EBITDA de 1.8x\*. Hacia adelante, FIX estima que la compañía mantenga debilitadas coberturas e intereses entre 1.0x-2.0x y un elevado nivel de apalancamiento, mitigado por su elevado nivel de activos fijos. De la deuda total (excluyendo IDBD y DIC) el 87% corresponde a Obligaciones Negociables, de estas, USD 431 millones o el 48% de la deuda total fueron emitidas bajo leyes internacionales y USD 247 millones o el 39% de la deuda total se emitieron bajo las leyes locales, mientras que el restante 13% corresponde a otras deudas financieras y préstamos bancarios.

### Vencimiento de la Deuda IRSA PC e IRSA Inversiones y Representaciones a Dic-2019



## **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 IRSA e IRSA PC presentan un elevado servicio de deuda con el mercado de capitales que opera por USD 438 millones. FIX considera que con una caja de USD 191 millones 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, IRSA deberá refinanciar cerca de USD 140 millones 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.

## Anexo I. Resumen Financiero

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

(miles de ARS, año fiscal finalizado en junio)

Cifras Consolidadas	Moneda	Moneda	Moneda	Moneda			
	Constante(*)	Constante(*)	Constante(*)	Constante(*)	NIIF	NIIF	NIIF
	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	2017	2016	2015
Año	Año Móvil	dic-19	2019	2018	2017	2016	2015
Período	Últ. 12 meses	6 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Coefficiente de fecha de cierre		283,44	225,54	225,54			
Coefficiente de actualización		283,44	283,44	283,44			
Ratio de ajuste		1,00	1,26	1,26			

<b>Rentabilidad</b>							
EBITDA Operativo	23.881.244	10.271.000	24.054.244	21.745.589	9.812.000	4.967.000	1.532.000
EBITDAR Operativo	23.881.244	10.271.000	24.054.244	21.745.589	9.812.000	4.967.000	1.532.000
Margen de EBITDA	26,3	24,0	27,4	29,4	13,2	15,8	45,0
Margen de EBITDAR	26,3	24,0	27,4	29,4	13,2	15,8	45,0
Margen del Flujo de Fondos Libre	(6,7)	12,2	(14,3)	(20,6)	(6,2)	(3,9)	(7,0)

<b>Coberturas</b>							
FGO / Intereses Financieros Brutos	1,5	1,9	1,2	1,0	1,6	1,6	1,7
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	1,2	1,0	1,2	1,3	1,5	2,1	2,4
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	1,2	1,0	1,2	1,3	1,5	2,1	2,4
EBITDA / Servicio de Deuda	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,2	0,8
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,3	0,1	0,3	0,3	0,4	0,2	0,8
FGO / Cargos Fijos	1,5	1,9	1,2	1,0	1,6	1,6	1,7
FFL / Servicio de Deuda	0,2	0,4	0,1	0,0	0,1	0,0	0,2

<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>							
Deuda Total Ajustada / FGO	10,9	8,4	16,7	22,5	12,3	30,8	4,6
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	13,1	15,2	16,3	18,6	13,2	22,7	3,3
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	9,0	10,5	11,5	12,5	9,4	18,0	2,8
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	13,1	15,2	16,3	18,6	13,2	22,7	3,3
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	9,0	10,5	11,5	12,5	9,4	18,0	2,8
Costo de Financiamiento Implícito (%)	5,6	5,7	4,9	6,4	5,3	4,0	13,3
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	18,9	18,9	14,6	12,4	15,4	19,7	25,0

<b>Balance</b>							
Total Activos	501.529.000	501.529.000	597.184.000	662.127.622	268.675.000	222.528.000	73.469.000
Caja e Inversiones Corrientes	96.813.000	96.813.000	116.636.000	131.531.722	36.805.000	23.522.000	670.000
Deuda Corto Plazo	58.970.000	58.970.000	57.253.000	50.023.779	19.926.000	22.252.000	1.248.000
Deuda Largo Plazo	253.502.000	253.502.000	335.969.000	353.975.667	109.489.000	90.680.000	3.736.000
Deuda Total	312.472.000	312.472.000	393.222.000	403.999.445	129.415.000	112.932.000	4.984.000
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	312.472.000	312.472.000	393.222.000	403.999.445	129.415.000	112.932.000	4.984.000
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	312.472.000	312.472.000	393.222.000	403.999.445	129.415.000	112.932.000	4.984.000
Total Patrimonio	81.395.000	81.395.000	107.978.000	150.200.781	66.775.007	59.527.008	46.266.009
Total Capital Ajustado	393.867.000	393.867.000	501.200.000	554.200.226	196.190.007	172.459.008	51.250.009

<b>Flujo de Caja</b>							
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	8.906.892	8.678.000	4.027.892	847.051	4.088.000	1.310.000	460.000
Variación del Capital de Trabajo	1.619.052	239.000	661.052	1.495.536	(721.000)	(536.000)	(173.000)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	10.525.944	8.917.000	4.688.944	2.342.587	3.367.000	774.000	287.000
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(13.971.262)	(3.679.000)	(14.612.262)	(11.709.164)	(5.482.000)	(1.909.000)	(455.000)
Dividendos	(2.629.126)	0	(2.629.126)	(5.850.183)	(2.512.000)	(106.000)	(69.000)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(6.074.444)	5.238.000	(12.552.444)	(15.216.760)	(4.627.000)	(1.241.000)	(237.000)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	8.964.000	8.978.000	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	28.410.378	8.520.000	24.451.378	(15.138.841)	3.414.000	10.119.000	716.000
Variación Neta de Deuda	(34.428.235)	(33.651.000)	1.584.765	3.958.771	6.563.000	(176.000)	(447.000)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	(14.945.702)	(4.273.000)	(4.271.702)	12.084.933	3.178.000	(321.000)	(327.000)
Variación de Caja	(18.074.004)	(15.188.000)	9.211.996	(14.311.898)	8.528.000	8.381.000	(295.000)

<b>Estado de Resultados</b>							
Ventas Netas	90.746.855	42.786.000	87.679.855	73.927.212	74.172.000	31.523.000	3.403.000
Variación de Ventas (%)	N/A	7,7	18,6	N/A	135,3	826,3	19,6
EBIT Operativo	12.166.829	3.359.000	14.624.829	13.246.172	5.097.000	2.882.000	1.499.000
Intereses Financieros Brutos	19.631.245	9.997.000	19.541.245	17.148.389	6.474.000	2.362.000	628.000
Alquileres	0	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	(34.720.277)	(11.782.000)	(34.343.277)	3.594.312	5.220.000	9.496.000	2.710.000

(\*) Moneda constante a diciembre 2019

## 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
- ABL: Área Bruta Locativa
- 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
- COVID-19: es la enfermedad infecciosa causada por el coronavirus que se ha descubierto más recientemente. Tanto el nuevo virus como la enfermedad eran desconocidos antes de que estallara el brote en Wuhan (China) en diciembre de 2019.

## Anexo III. Características del instrumento

### Obligación Negociable Clase III

Monto Autorizado: Por USD 5 MM*.
Monto Emisión: A determinar.
Moneda de Emisión: Pesos.
Forma de suscripción e integración: Pesos.
Fecha de Emisión: A Definir.
Fecha de Vencimiento: a los 9 meses de ser emitidas.
Amortización de Capital: el 30% del capital a los 6 meses de la emisión y el restante 70% del capital al vencimiento.
Intereses: Tasa Badlar + margen a licitar.
Cronograma de Pago de Intereses: Trimestralmente.
Destino de los fondos: Los fondos serán destinados de conformidad con lo dispuesto en el artículo 36 de la Ley de Obligaciones Negociables.
Garantías: NA.
Opción de Rescate: Rescate a opción de la emisora por cuestiones impositivas y cambio de control.
Condiciones de Hacer y no Hacer: NA.
Ley Aplicable: Argentina.

### Obligación Negociable Clase IV

Monto Autorizado: Por USD 5 MM*.
Monto Emisión: A determinar.
Moneda de Emisión: Dólares.
Forma de suscripción e integración: En pesos convertidos al tipo de cambio inicial (promedio aritmético simple de los últimos tres días hábiles previos al inicio del período de licitación pública correspondiente al tipo de cambio publicado por el BCRA comunicación A-3500).
Moneda de Pago: En Pesos al tipo de cambio resultado del 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 Banco Central al cierre de operaciones. De no estar disponible este último, se sustituye por el resultado del 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 12 meses de ser emitidas.
Amortización de Capital: En una sola cuota a la fecha de vencimiento
Intereses: Tasa fija del 7%
Cronograma de Pago de Intereses: Trimestralmente
Destino de los fondos: Los fondos serán destinados de conformidad con lo dispuesto en el artículo 36 de la Ley de Obligaciones Negociables.
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.
Condiciones de Hacer y no Hacer: NA
Ley Aplicable: Argentina.

### Obligación Negociable Clase V

Monto Autorizado: Por USD 5 MM*.
Monto Emisión: A determinar.
Moneda de Emisión: Dólares
Forma de suscripción e integración: En pesos convertidos al tipo de cambio inicial (promedio aritmético simple de los últimos tres días hábiles previos al inicio del período de licitación pública correspondiente al tipo de cambio publicado por el BCRA comunicación A-3500).
Moneda de Pago: En Pesos al tipo de cambio resultado del 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 Banco Central al cierre de operaciones. De no estar disponible este último, se sustituye por el resultado del 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 24 meses de ser emitidas.
Amortización de Capital: En una sola cuota a la fecha de vencimiento
Intereses: Tasa fija del 9%.
Cronograma de Pago de Intereses: Trimestralmente
Destino de los fondos: Los fondos serán destinados de conformidad con lo dispuesto en el artículo 36 de la Ley de Obligaciones Negociables.
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.
Condiciones de Hacer y no Hacer: NA
Ley Aplicable: Argentina.

\* Las Clase III, IV y V son ampliables en forma conjunta por hasta USD125 MM.

## 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 13 de mayo de 2020 se confirmó en **A(arg)** la calificación de emisor de largo plazo de **IRSA Inversiones y Representaciones S.A.** y asignó en **A2(arg)** la calificación de los siguientes títulos de corto plazo a ser emitidos por la compañía:

- ON Clase III por USD 5 MM\*.
- ON Clase IV por USD 5 MM\*.

Asimismo, dicho consejo asignó en **A(arg)** la calificación de los siguientes títulos de largo plazo a ser emitidos por la compañía:

- ON Clase V por USD 5 MM\*.

\* Las Clase III, IV y V son ampliables en forma conjunta por hasta USD125 MM.

En el comité la **Perspectiva** se asignó en **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.

**Categoría A2(arg):** "A2" nacional de corto plazo Indica una satisfactoria capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Sin embargo, el margen de seguridad o es tan elevado como en la categoría superior.

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, y se indica agregando "□", "□" ó "□" respectivamente a la categoría previamente asignada. Generalmente el Rating Watch se resuelve en un periodo relativamente corto de tiempo.

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

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

## **Fuentes**

- Balances auditados hasta el 31/12/19 (6 meses). Auditor externo a la fecha del último balance: Price Waterhouse & Co S.R.L. Disponible en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)
- Definición de COVID-19 por la Organización Mundial de la Salud (OMS), disponible en [/www.who.int/es/emergencias/diseases/novel-coronavirus-2019/advice-for-public/q-a-coronaviruses](http://www.who.int/es/emergencias/diseases/novel-coronavirus-2019/advice-for-public/q-a-coronaviruses)
- Suplemento provisional del prospecto de emisión de los títulos Clase III, Clase IV y Clase V, provistos 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.