

IRSA Inversiones y Representaciones S.A. (IRSA)

Informe integral

Calificaciones

ON Clase I por hasta USD 350 MM AA+(arg)

Perspectiva Estable

Resumen Financiero

Resumen Financiero	6M		12M	
	Cifras excluyen IDBD	dic-18 (*)	jun-18	NIIF 1
Total Activos (\$ MM)		99.632	82.274	NIIF 1
Total Deuda Financiera (\$ MM)		31.686	25.819	
Ingresos (\$ MM)		5.730	6.978	
EBITDA (\$ MM)		2.525	2.950	
EBITDA (%)		44,1%	42,3%	
Deuda/ EBITDA _t		6,3	8,8	
Deuda Neta/ EBITDA		5,5	5,7	
EBITDA/ intereses		1,5	1,6	

(*) Ajustado por inflación, no comparable con la información anual a Jun-18.

¹ NIIF: Normas internacionales de información Financiera

² EBITDA (%): Ventas incluyen ingresos por expensas y fondo de promoción colectivo de IRSA PC.

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

Analista Secundario

Pablo Andrés Artusso

Director Asociado

+54 11 5235-8121

pablo.artusso@fixscr.com

Responsable del sector

Cecilia Minguillon

Director Senior

+54 11 5235-8123

cecilia.minguillon@fixscr.com

F actores relevantes de la calificación

Sólida posición de mercado y elevada generación de fondos: Inversiones y Representaciones S.A. (IRSA) detenta una elevada y estable generación interna de fondos explicado por una fuerte posición competitiva, a través de su participación en IRSA Propiedades Comerciales S.A. (IRSA PC), en los segmentos de Centros Comerciales y Oficinas en la ciudad de Buenos Aires. La compañía cuenta con 15 centros comerciales en el país con un área locativa bruta de aprox. 332.119 m2 y mantiene un portafolio de oficinas Premium por 83.213 m2. La compañía también cuenta con negocios en hotelería, en inmuebles en el exterior, su participación en el Banco Hipotecario y controla los holdings israelíes IDBD y DIC.

Calidad crediticia vinculada a la de IRSA Propiedades Comerciales: FIX observa la calidad crediticia de IRSA junto a la de su controlada IRSA PC, calificada por FIX en AA+(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. Actualmente, la mayor parte de la deuda permanece en IRSA PC, la compañía con mejor generación de fondos, mientras que IRSA cuenta con un menor nivel de deuda en términos individuales, congruente con su perfil operativo más volátil.

Sólido portafolio de activos: La calificación contempla la importante posición de activos de la compañía, sus reservas de tierra en zonas estratégicas e inversiones en el exterior, que le otorgan flexibilidad financiera e incrementa las perspectivas de recupero en un escenario de estrés. Esta flexibilidad le ha permitido a IRSA financiar parte de sus inversiones en IDBD con fondos provenientes de ventas de propiedades de inversión y participación en empresas del exterior sin comprometer su generación de fondos futura.

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, por el ingreso de alquileres denominados en dólares y por la generación de flujos de fondos de IDBD y DIC en Shekels, moneda que ha presentado históricamente baja volatilidad respecto al dólar.

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 jun'18, Discount Investment Corporation Ltd. (DIC) - controlada por IRSA - vendió el 16,6% de su participación en Shufersal Ltd. por aproximadamente \$6.400 MM, reduciendo su tenencia al 33,6% del capital social. Hacia adelante, FIX estima que los márgenes de EBITDA del holding israelí se encontrarán en torno al 26%.

Sensibilidad de la calificación

FIX considera que cualquier cambio significativo en el nivel de apalancamiento, incluyendo aportes de IRSA en IDBD o DIC, que excedan significativamente su flujo de fondos libre, podría derivar en una baja de calificación. La calificación de la compañía podría subir ante una menor dependencia de IRSA PC como consecuencia de un desempeño de IDBD y DIC que equilibre su generación y uso de fondos.

Liquidez y estructura de capital

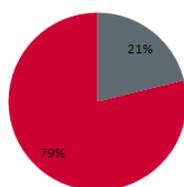
Apalancamiento moderado y fuerte posición de liquidez: A dic'18, IRSA (excluyendo IDBD y DIC) alcanzaba un ratio de deuda neta a EBITDA de 5.5x y una cobertura de intereses con EBITDA de 1.5x (los cálculos se realizaron tomando en cuenta el EBITDA anualizado). En términos consolidados, la compañía presenta una holgada liquidez, con una posición de caja y equivalentes a dic'18 por \$87.221 millones y una deuda de corto plazo por \$43.892 millones, de los cuales USD 185 millones y \$ 384 millones corresponden a ON's Clase VIII y Clase VII que vencen en sep'19. Los fondos de la nueva emisión (Clase I) serán utilizados principalmente para refinanciar los vencimientos de las mencionadas ON's.

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 y el edificio Lipstick en Nueva York.

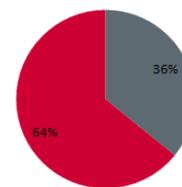
En la actualidad, IRSA divide sus negocios en dos centros de operaciones, los cuales se subdividen en diversos segmentos.

Ventas por Centro de Operaciones 2018



■ Centro de Operaciones Argentina ■ Centro de Operaciones Israel

EBITDA por Centro de Operaciones 2018



■ 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: IRSA PC posee en la actualidad 15 centros comerciales con un total de 332.119 m² de área bruta locativa, un portafolio de siete edificios de oficinas premium que totalizan unos 83.213 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%.

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.

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.

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 49.7% 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 m², 96.9% ocupado a dic'18, 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.

Operaciones Financieras: IRSA mantiene una participación del 29.9% en el Banco Hipotecario. Durante el primer semestre del año fiscal 2019 esta inversión generó pérdidas por \$79 millones, aunque distribuirá dividendos en efectivo por \$250 millones el próximo 22 de abril, de los cuales a IRSA le correspondiente cerca de \$75 millones por su participación accionaria.

Centro de Operaciones Israel

El Centro de Operaciones de Israel comprende a IDBD y DIC, dos de los mayores y más diversificados grupos de inversión de Israel, los cuales participan a través de sus subsidiarias en numerosos mercados y sectores. IDBD tiene participaciones en Clal Insurance (Clal), una de las aseguradoras más grandes de Israel y Discount Investment (DIC) 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 de telefonía celular líder.

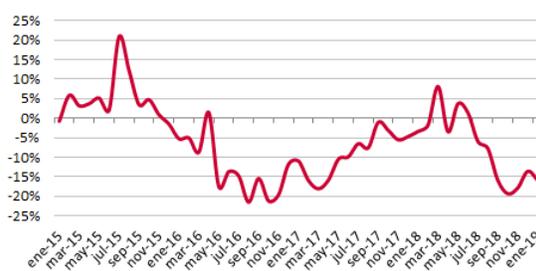
FIX observa que los márgenes consolidados de IDBD se han estabilizado en el período 2016-2017 en torno a 11-12% por una combinación de las operaciones de los supermercados (69% de las ventas) con altos volúmenes y bajos márgenes, compensado por el negocio de telecomunicaciones (23% de las ventas) y bienes raíces (8% de las ventas) que presentan márgenes superiores pero con una menor participación de los ingresos consolidados. La compañía de seguros, Clal, se encuentra actualmente clasificado como activo disponible para la venta. En el año fiscal 2018, la suba de los márgenes de rentabilidad del holding se encuentran ligados a la venta del 16.56% de la participación accionaria en Shufersal por aproximadamente USD 234 millones. DIC dejó de consolidar las operaciones del Supermercado que presentaba una rentabilidad en torno al 6%. Hacia adelante, FIX estima que los márgenes de EBITDA del holding israelí se encontrarán en torno al 26%. El primer semestre del año fiscal 2019 el margen se ubicó en 27.5%

En términos consolidados, IDBD-DIC presenta a diciembre 2018 un nivel de endeudamiento elevado pero en evidente reducción con una relación Deuda Neta/ EBITDA de 15.9x desde el 20.2x observado a jun'18. Si bien la calidad crediticia de IRSA no se encuentra afectada por la consolidación del holding israelí, ya que la deuda de IDBD-DIC 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 Shufersal.

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 19% y aun no se observan signos de recuperación. FIX considera que el sector de Consumo Masivo es uno de los más afectados por la actual política económica y espera que la demanda se mantenga debilitada por los próximos tres trimestres.

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 97% y el 99% en los últimos cinco años, aún en la crisis económica de 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 63.4% por Cresud (calificada AA-(arg) 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 y DIC en Shekels, moneda que ha presentado históricamente baja volatilidad respecto al dólar.

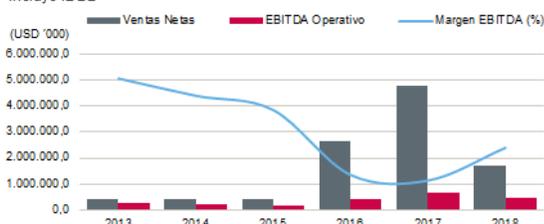
Elevado endeudamiento en IDBD y DIC: El Centro de Operaciones de Israel presenta aun un elevado nivel de endeudamiento con EBITDA, aunque los holdings han logrado refinanciar la mayor parte de su deuda de corto plazo y extender su perfil de vencimientos. Si bien FIX considera que las compañías lograrán 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 y DIC no poseen recurso sobre el patrimonio de IRSA ni de ninguna de sus subsidiarias.

Perfil Financiero

Rentabilidad

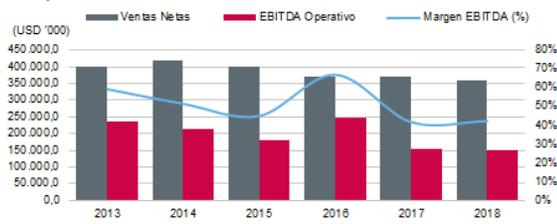
A jun'18, IRSA generó ventas y EBITDA por US\$2.687 MM y US\$508 MM respectivamente. El importante crecimiento de las ventas y caída en los márgenes de rentabilidad durante 2016-2017 se deben principalmente a la consolidación de IDBD en los balances de la compañía. Durante el ejercicio fiscal 2018, la 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 levemente declinantes con una generación de EBITDA y 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
Incluye IDBD



Fuente: Información de la empresa, FIX Scr

Evolución Ventas - EBITDA
Excluye IDBD



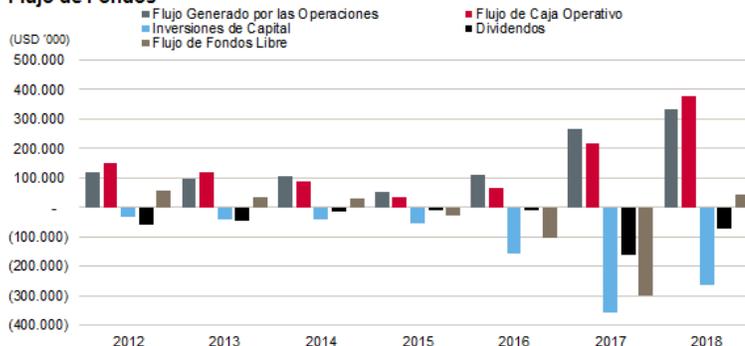
Fuente: Información de la empresa, FIX Scr

En los primeros seis meses del año fiscal 2019, IRSA registró un crecimiento del 17.5% a/a en los ingresos consolidados que ajustados por inflación alcanzaron los \$ 27.879 MM. Mientras que el EBITDA avanzó en 14.6% a/a, excluyendo la desvalorización de propiedades de inversión en los segmentos de centros comerciales y ventas y desarrollos. Lo que se tradujo en una reducción de 0.7 p.p. en el margen EBITDA a 29.8% desde el 30.5% registrado en el primer semestre del año fiscal 2018.

Flujo de fondos

Históricamente, IRSA ha presentado una fuerte generación interna de fondos. A jun'18, el Flujo de Caja Operativo ascendió a USD 378 MM, mientras que el Flujo de Fondos Libres (FFL) fue de USD 45 MM, explicado principalmente por un elevado nivel de flujo de caja operativo, a pesar de inversiones que alcanzaron los USD 261 MM. La compañía distribuyó dividendos por USD 71.6 MM en el último año y recibió aproximadamente USD 30 millones de IRSA PC. FIX estima que IRSA presentará un FFL positivo luego de las inversiones en los proyectos de expansión de Centros Comerciales y Oficinas.

Flujo de Fondos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

A dic'18, el Flujo de Caja Operativo se ubicó en \$ 1.774 MM, mientras que el Flujo de Fondos Libres (FFL) fue negativo en \$ 2.696 MM, afectado principalmente por la desvalorización de propiedades de inversión, inversiones de capital que alcanzaron los \$ 4.092 MM y la distribución de dividendos por \$ 378 MM.

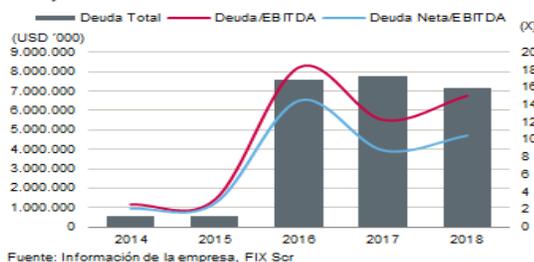
Liquidez y estructura de capital

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

A jun'18, IRSA presentaba niveles de endeudamiento moderadamente superiores respecto a su promedio histórico con una relación deuda neta a EBITDA que se ubicó en 5.7x. Esto se debe principalmente a la emisión de las Obligaciones Negociables Clase IV de IRSA Propiedades Comerciales por USD 14 millones en sep'17. FIX espera que la compañía reduzca, en el mediano plazo y en conjunto con los lanzamientos de las expansiones en los Centros Comerciales y Oficinas, sus niveles de endeudamiento a torno a 4.0x-5.5x EBITDA. En términos consolidados, FIX estima que IRSA mantendrá coberturas de intereses superiores a 1.5x EBITDA y ratios de endeudamiento decrecientes.

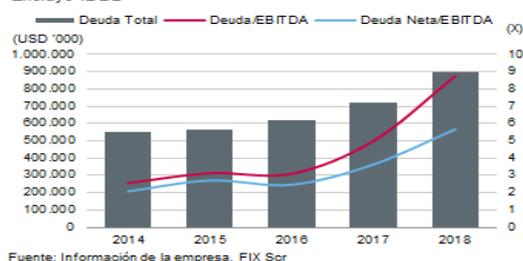
Deuda Total y Endeudamiento

Incluye IDBD



Deuda Total y Endeudamiento

Excluye IDBD



La deuda financiera de IRSA (excluyendo IDBD y DIC) ascendía, a dic'18, a los US\$838 MM, principalmente denominada en dólares, de los cuales USD 360 millones y USD 140 millones corresponden a las Obligaciones Negociables Clase II y IV respectivamente emitidas por su subsidiaria IRSA PC con vencimiento en 2023 y 2020. Por su parte, IRSA presenta durante el año fiscal 2020 vencimientos por USD 185 millones correspondiente a la ON Clase VIII que vencen en sep'19, dando como resultado un ratio de deuda neta a EBITDA de 5.5x y una cobertura de intereses con EBITDA de 1.5x (los cálculos se realizaron tomando en cuenta el EBITDA anualizado). Si bien FIX considera que 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 y por contar con un perfil de deuda concentrado en el mediano plazo.

La compañía en términos consolidados IRSA presenta una sólida liquidez con una posición de caja y equivalentes, a dic'18 por \$87.221 millones y cubría en 2.0x la deuda de corto plazo que ascendía a los \$43.892 millones. FIX no considera que existan mayores presiones que afecten significativamente la liquidez de la compañía en el corto plazo, y estima que dichos niveles le otorgan mayor flexibilidad para financiar futuros proyectos de inversión.

Fondeo y flexibilidad financiera

IRSA presenta 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 a nivel grupo. Asimismo, la compañía detenta un sólido acceso a crédito bancario local e internacional, explicado por su extenso portafolio de activos e inversiones en el exterior, principalmente a través del control de los holdings israelíes IDBD y DIC.

Anexo I. Resumen Financiero

Resumen Financiero - Inversiones y Representaciones Sociedad Anónima (IRSA)

(miles de ARS, año fiscal finalizado en Junio)

Cifras Consolidadas	Ajustado por Inflación					
	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Normas Contables						
Tipo de Cambio ARS/USD al Final del Período	37,81	28,86	16,60	14,92	8,84	8,13
Tipo de Cambio Promedio	34,48	19,43	15,45	12,01	8,51	6,80
Período	dic-18	2018	2017	2016	2015	2014
	6 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	8.302.000	9.246.000	9.812.000	4.967.000	1.532.000	1.462.975
EBITDAR Operativo	8.302.000	9.246.000	9.812.000	4.967.000	1.532.000	1.462.975
Margen de EBITDA	29,8	27,9	13,2	15,8	45,0	51,4
Margen de EBITDAR	29,8	27,9	13,2	15,8	45,0	51,4
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	2,6	5,1	6,0	2,5	5,9	7,8
Margen del Flujo de Fondos Libre	(9,7)	2,6	(6,2)	(3,9)	(7,0)	7,2
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	(11,2)	34,9	12,5	38,4	21,8	(11,6)
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	1,3	1,8	1,6	1,6	1,7	2,5
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	1,1	1,2	1,5	2,1	2,4	3,0
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	1,1	1,2	1,5	2,1	2,4	3,0
EBITDA / Servicio de Deuda	0,2	0,3	0,4	0,2	0,8	1,2
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,2	0,3	0,4	0,2	0,8	1,2
FGO / Cargos Fijos	1,3	1,8	1,6	1,6	1,7	2,5
FFL / Servicio de Deuda	0,2	0,3	0,1	0,0	0,2	0,6
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	1,7	2,1	1,5	1,0	0,6	1,3
FCO / Inversiones de Capital	0,4	1,4	0,6	0,4	0,6	2,1
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	14,2	14,5	12,3	30,8	4,6	3,7
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	16,5	22,3	13,2	22,7	3,3	3,1
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	11,3	15,6	9,4	18,0	2,8	2,5
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	16,5	22,3	13,2	22,7	3,3	3,1
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	11,3	15,6	9,4	18,0	2,8	2,5
Costo de Financiamiento Implícito (%)	4,9	4,6	5,3	4,0	13,3	12,0
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	16,0	12,4	15,4	19,7	25,0	16,4
Balance						
Total Activos	427.621.000	335.773.000	231.242.000	192.141.000	26.399.000	22.626.000
Caja e Inversiones Corrientes	87.221.000	62.820.000	36.805.000	23.522.000	670.000	844.000
Deuda Corto Plazo	43.892.000	25.587.000	19.926.000	22.252.000	1.248.000	737.000
Deuda Largo Plazo	230.686.000	181.046.000	109.489.000	90.680.000	3.736.000	3.756.000
Deuda Total	274.578.000	206.633.000	129.415.000	112.932.000	4.984.000	4.493.000
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	274.578.000	206.633.000	129.415.000	112.932.000	4.984.000	4.493.000
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	274.578.000	206.633.000	129.415.000	112.932.000	4.984.000	4.493.000
Total Patrimonio	91.195.000	74.541.000	47.336.000	35.856.000	13.592.000	11.218.000
Total Capital Ajustado	365.773.000	281.174.000	176.751.000	148.788.000	18.576.000	15.711.000
Flujo de Caja						
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	2.460.000	6.473.000	4.088.000	1.310.000	460.000	725.496
Variación del Capital de Trabajo	(686.000)	867.000	(721.000)	(536.000)	(173.000)	(118.449)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	1.774.000	7.340.000	3.367.000	774.000	287.000	607.047
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	(1)	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(4.092.000)	(5.077.000)	(5.482.000)	(1.909.000)	(455.000)	(288.077)
Dividendos	(378.000)	(1.392.000)	(2.512.000)	(106.000)	(69.000)	(113.251)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(2.696.001)	871.000	(4.627.000)	(1.241.000)	(237.000)	205.719
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0	402.139
Otras Inversiones, Neto	4.270.000	(6.496.000)	3.414.000	10.119.000	716.000	(1.031.182)
Variación Neta de Deuda	7.663.000	233.000	6.563.000	(176.000)	(447.000)	(422.180)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	(1.241.000)	4.291.000	3.178.000	(321.000)	(327.000)	357.759
Variación de Caja	7.995.999	(1.101.000)	8.528.000	8.381.000	(295.000)	(487.745)
Estado de Resultados						
Ventas Netas	27.879.000	33.088.000	74.172.000	31.523.000	3.403.000	2.845.176
Variación de Ventas (%)	17,5	(55,4)	135,3	826,3	19,6	30,1
EBIT Operativo	5.280.000	5.509.000	5.097.000	2.882.000	1.499.000	1.237.156
Intereses Financieros Brutos	7.221.000	7.745.000	6.474.000	2.362.000	628.000	492.864
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	(5.447.000)	21.295.000	5.220.000	9.496.000	2.710.000	(831.617)

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 I

Monto Autorizado: Por hasta USD 350 MM

Monto Emisión: A definir

Moneda de Emisión: Dólares

Fecha de Emisión: A definir

Fecha de Vencimiento: Plazo a definir

Amortización de Capital: En una sólo cuota a la fecha de vencimiento

Intereses: Tasa fija a definir

Cronograma de Pago de Intereses: Semestralmente

Destino de los fondos: Refinanciación de pasivos

Garantías: NA

Opción de Rescate: Rescate a opción de la emisora por cuestiones impositivas y rescate a opción de la compañía salvo por cuestiones impositivas

Condiciones de Hacer y no Hacer: NA

Forma de suscripción e integración: Dólares Estadounidenses en efectivo y/o en especie mediante la entrega de Obligaciones Negociables Clase VIII

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 17 de abril de 2019 asignó en la categoría AA+(arg) la calificación de a la ON Clase I por hasta USD 350 MM a emitirse por parte de **Inversiones y Representaciones S.A.**

La Perspectiva es estable.

Categoría AA(arg): "AA" nacional implica una muy sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. El riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de los emisores o emisiones mejor calificados dentro del país.

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade.

Las calificaciones nacionales no son comparables entre distintos países, por lo cual se identifican agregando un sufijo para el país al que se refieren. En el caso de Argentina se agregará "(arg)".

La Perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. La Perspectiva puede ser positiva, negativa o estable. Una perspectiva negativa o positiva no implica que un cambio en la calificación sea inevitable. Del mismo modo, una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen.

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente. La calificación asignada se desprende del análisis de los factores cuantitativos y factores cualitativos. Dentro de los factores cuantitativos se analizaron la rentabilidad, el flujo de fondos, el endeudamiento y estructura de capital, y el fondeo y flexibilidad financiera de la compañía. El análisis de los factores cualitativos contempló el riesgo del sector, la posición competitiva, y la administración y calidad de los accionistas.

Fuentes

- Balances auditados hasta el 31/12/18. Auditor externo a la fecha del último balance: Price Waterhouse & Co S.R.L. Disponible en www.cnv.gob.ar
- Documento preliminar del suplemento de precio de emisión de la Clase I proporcionado 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.