

IRSA PROPIEDADES COMERCIALES S.A.

Informe integral

Calificaciones

Calificación al Emisor	AA+(arg)
ON Clase 2 por hasta USD 470 MM	AA+(arg)
ON Clase 3 por hasta \$ 350 MM*	AA+(arg)
ON Clase 4 por hasta dólares equivalente a \$ 350 MM*	AA+(arg)

*ON Clase 3 y 4 ampliables en forma conjunta por hasta USD140 MM

Acciones Ordinarias	1
---------------------	---

Perspectiva	Estable
--------------------	---------

Resumen Financiero

	9M 31/03/2017	12M 30/06/2016
	NIIF ¹	NIIF ¹
Total Activos (\$ miles)	40.493.025	38.021.502
Total Deuda		
Financiera (\$ miles)	5.501.260	5.893.068
Ingresos (\$ miles)	3.582.107	3.858.500
EBITDA (\$ miles)	1.888.904	2.174.083
EBITDA (%)	52,7%	56,3%
EBITDA (%) Aj. ²	75,7%	81,0%
Deuda/EBITDA ³	2,2	2,7
Deuda Neta/EBITDA ³	1,1	1,9
EBITDA/intereses	3,8	3,5

¹ NIIF: Normas internacionales de información Financiera

² EBITDA (%) Ajustado: Ventas no incluyen ingresos por expensas y fondo de promoción colectivo.

³ EBITDA: La relación Deuda/EBITDA se calcula anualizando el EBITDA de los nueve meses.

Informes relacionados

Metodología de Calificación de Empresas registrado ante la Comisión Nacional de Valores

Cresud S.A

IRSA Inversiones y Representaciones S.A.

Analista Principal

Pablo Andrés Artusso
 Director Asociado
 5235-8121
pablo.artusso@fixscr.com

Analista Secundario

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

Factores relevantes de la calificación

Sólida posición de mercado y elevada generación de fondos: IRSA Propiedades Comerciales (IRSA PC) detenta una elevada y estable generación interna de fondos explicado por una fuerte posición competitiva en los segmentos de Centros Comerciales y Oficinas en la ciudad de Buenos Aires. La compañía cuenta con 16 centros comerciales en el país con un área locativa bruta de aprox. 340.391m2 y mantiene un portfolio de oficinas Premium por 77.252 m2.

Calidad crediticia vinculada a la de IRSA: Fix observa la calidad crediticia de IRSA PC junto a la de su controlante IRSA Inversiones y Representaciones S.A., 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.

Mitigada exposición al ciclo económico: Los resultados operativos de IRSA PC se encuentran expuestos a la volatilidad de la economía local debido a su fuerte correlación con el nivel de ventas de sus locatarios. No obstante, su fuerte posicionamiento le otorga un flujo de fondos estable a través el ciclo económico. Si bien, durante los primeros nueve meses del ejercicio fiscal 2017, las ventas de locatarios de los centros comerciales se desaceleraron respecto del año anterior, la compañía sostuvo niveles de ocupación óptimos por encima del 98%.

Riesgo de descalce mitigado por el valor de sus activos: La compañía se encuentra expuesta al riesgo de descalce de moneda 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 vencimientos de capital en moneda extranjera concentrados en el largo plazo y por la generación de flujos de fondos en moneda extranjera proveniente del negocio de oficinas.

Sensibilidad de la calificación

Fix considera que IRSA PC mantendrá un apalancamiento entre 2-3x deuda neta sobre EBITDA y cobertura de intereses superior a 3.0x. Cambios significativos en el nivel de apalancamiento y en la capacidad de la empresa de generar fondos podrían presionar a la baja a la calificación de la compañía.

Liquidez y estructura de capital

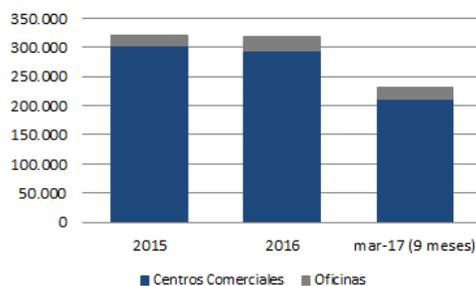
Apalancamiento adecuado y holgada liquidez: A mar'17 IRSA PC presentaba una sólida estructura de capital con adecuados ratios de deuda a EBITDA y cobertura de intereses de 2,2x y 3,8x respectivamente. La compañía detenta de elevados niveles de liquidez, alcanzando los \$2.617 MM de caja y equivalentes con una deuda de corto plazo de \$34,5 MM. Hacia adelante, Fix estima que la compañía mantendrá un nivel de endeudamiento entre 2.0x-2.5x y una holgada cobertura de intereses en torno a 5.0x EBITDA. Los fondos de las nuevas emisiones de la compañía serán utilizados principalmente en inversiones en activos físicos en Argentina.

Perfil del negocio

IRSA Propiedades Comerciales S.A. (IRSA PC) se dedica principalmente a la adquisición, desarrollo y operación de centros comerciales y oficinas en Argentina. La compañía posee en la actualidad 16 centros comerciales con un total de 340.391 m2 de área bruta locativa, un portafolio de seis edificios de oficinas premium que totalizan unos 77.252 m2 alquilables y una importante reserva de tierras para futuros desarrollos comerciales.

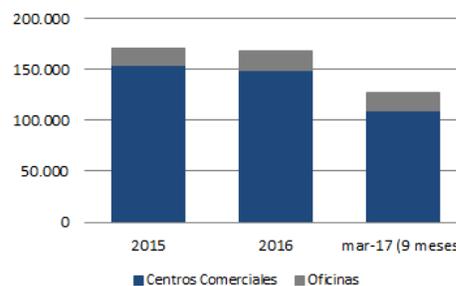
Ventas por segmento

USD '000



EBITDA por segmento

USD '000



Centros Comerciales (2016: 93% de Ventas y 87% de EBITDA)

Los Centros Comerciales han sido históricamente la principal fuente de ingresos y EBITDA de IRSA PC. La compañía posee 16 shoppings, de los cuales opera 15, siete se encuentran ubicados en la Ciudad de Buenos Aires (CABA) y dos en el Gran Buenos Aires, mientras que el resto están ubicados en distintas provincias del país. En la actualidad se estima que la compañía presenta una posición dominante en CABA y alrededores con una participación de mercado del 67%.

Los ingresos del segmento dependen principalmente de las ventas de los locatarios y, por lo tanto, se ven afectadas por la estacionalidad y la evolución del consumo, especialmente en vestimenta y calzado (50% del total), aunque mitigado parcialmente por la concentración de centros comerciales en zonas de medio y alto poder adquisitivo, que presentan una menor volatilidad ante variaciones en el nivel de actividad y en las tasas de interés.

Si bien se observa una caída en términos reales de las ventas de locatarios en los últimos 18 meses, coincidente con un contexto de debilidad macroeconómica local, Fix entiende que su dominante posición en el mercado le ha permitido a la compañía sostener tasas de ocupación superiores al 98%.

Oficinas (2016: 7% de Ventas y 10% de EBITDA)

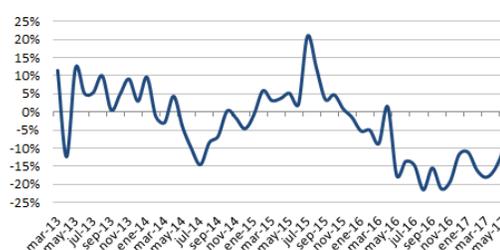
IRSA PC posee y opera, complementariamente, un portafolio de oficinas premium compuesto por seis edificios ubicados en zonas estratégicas de la Ciudad de Buenos Aires con rentas contractuales ligadas a la evolución del tipo de cambio, tasas de ocupación históricas de entre 98-100% y un área bruta locativa de 77.252 m2. Dicho portafolio presenta una baja concentración de locatarios compuesto principalmente por empresas multinacionales de reconocida trayectoria.

Riesgo del sector

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 18 meses, las ventas reales en Centros Comerciales han observado caídas interanuales de hasta el 20% y aun no se observan signos de recuperación. No obstante, hacia 2018, y de demostrarse efectiva la actual política económica, se espera una recuperación gradual del sector.

Posición competitiva

IRSA PC 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%.

Administración y calidad de los accionistas

El principal accionista de la compañía es Inversiones y Representaciones S.A. (IRSA) (calificada por Fix en AA+(arg)) con una participación del 94,6%. IRSA cuenta con una posición de liderazgo en el mercado inmobiliario argentino, con operaciones en el negocio de alquiler de oficinas, desarrollos residenciales, hoteles y centros comerciales. Asimismo, IRSA opera desde 2015 el holding israelí IDBD el cual cuenta con negocios en los segmentos de bienes raíces, Supermercados y Telecomunicaciones.

Factores de riesgo

Riesgo de descalce mitigado por el valor de sus activos: Fix considera que IRSA PC presenta riesgo de descalce de moneda ya que prácticamente la totalidad de la deuda corresponde a la ON Clase 2 por US\$360 MM denominada en moneda extranjera, mientras que la generación de fondos se encuentra mayoritariamente concentrada en pesos. No obstante, dicho riesgo se ve parcialmente mitigado por el elevado nivel de activos valuados en dólares y por contar con un perfil de deuda concentrado en el largo plazo.

Mitigada exposición al ciclo económico: Los resultados operativos de IRSA PC se encuentran altamente correlacionados con el desempeño de sus locatarios, que a su vez están expuestos a la volatilidad de la economía local. No obstante, su fuerte posicionamiento le otorga un flujo de fondos estable durante el ciclo económico. Si bien, durante los primeros nueve meses del ejercicio fiscal 2017, las ventas de locatarios de los centros comerciales

cayeron en términos reales interanuales, la compañía sostuvo niveles de ocupación por encima del 98%.

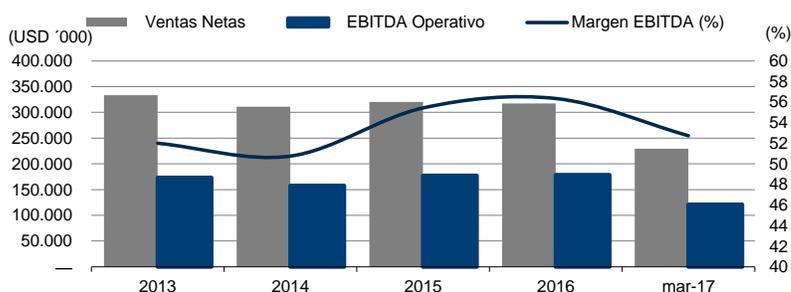
Perfil Financiero

Rentabilidad

IRSA PC ha presentado, para el período 2013-2016, ventas y EBITDA normalizados en torno a US\$320 MM y US\$172 MM promedio respectivamente, mientras que a mar'17 (9 meses), los márgenes de rentabilidad de la compañía se ubicaron en 52.7% (el margen EBITDA ajustado se ubicó en 75,7%), en línea con el promedio histórico.

Hacia adelante, Fix espera que los márgenes de IRSA PC se mantengan estables por encima del 50% con mayor volumen de ventas y EBITDA producto de los actuales planes de expansión tanto en el segmento de Centros Comerciales como en el de Oficinas.

Evolución Ventas - EBITDA

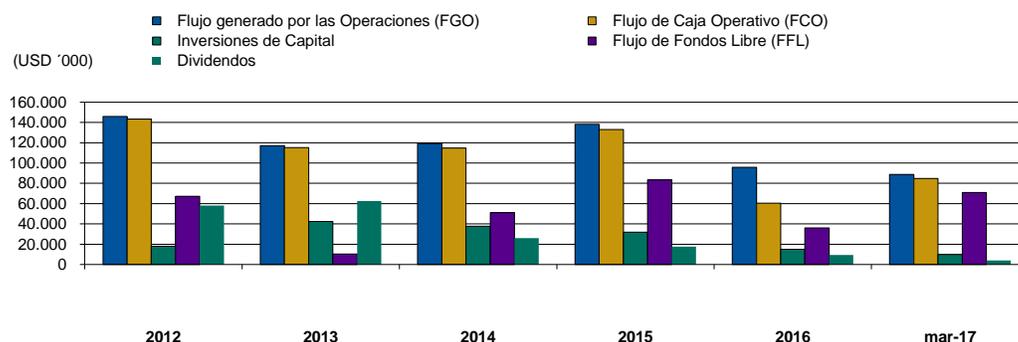


Fuente: Información de la empresa

Flujo de fondos

IRSA PC se caracteriza por detentar Flujos Generados por las Operaciones (FGO) estables, debido principalmente a los favorables contratos con sus locatarios en sus Centros Comerciales, los cuales incluyen un alquiler base y un porcentaje sobre el nivel de ventas. A mar'17 (9 meses), la compañía presentó un FGO de US\$89 MM y un Flujo de Caja Operativo (FCO) de US\$85 MM. Históricamente, IRSA PC ha generado importantes Flujos de Fondos Libres (FFL) positivos, incluso sosteniendo elevados niveles de inversiones de capital que, en promedio, han representado un 9% de las ventas en los últimos años. Hacia adelante, y aun considerando los planes de expansión, Fix estima que la compañía continuará mostrando una generación de FFL positiva y estable.

Flujo de fondos



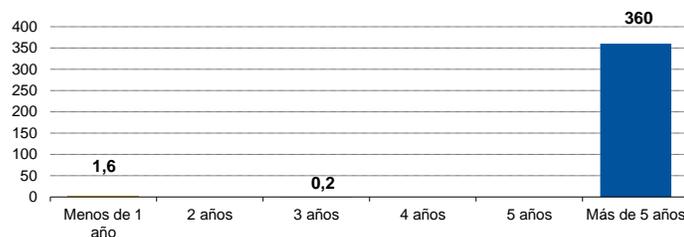
Fuente: Información de la empresa

Liquidez y estructura de capital

Fix considera que IRSA PC detenta una sólida estructura de capital. A mar'17, la deuda financiera de la compañía alcanzaba los \$5.501 MM compuesta en un 98% por la Obligación Negociable Clase II en dólares, con vencimiento y una única amortización de capital en 2023. Asimismo, la compañía ha reducido sus niveles de endeudamiento respecto del período 2015-2016, con una relación Deuda Neta a EBITDA anualizado de 1.1x, en línea con el promedio de los últimos años.

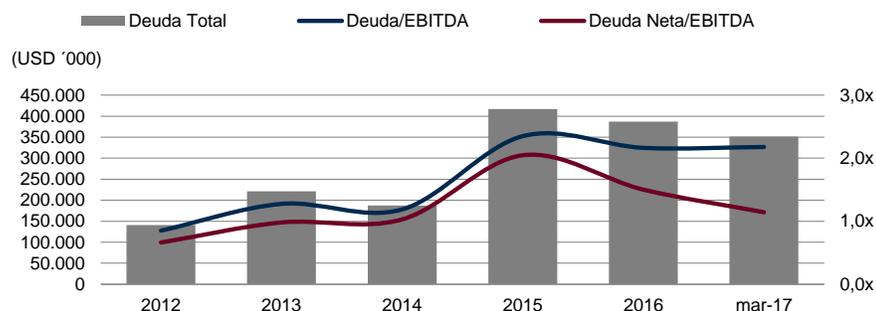
Vencimiento de la Deuda

USD' MM



Fuente: Elaboración propia en base a información de la empresa

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa

La compañía mantiene una holgada liquidez. A mar'17, la posición de caja y equivalentes era de \$2.616 MM, mientras que la deuda de corto plazo ascendía a sólo \$34,5 MM. 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 PC 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.

Anexo I. Resumen Financiero

A partir del ejercicio iniciado el 1 de Julio de 2012, IRSA PC ha adoptado las normas internacionales de información financiera (NIIF), en línea con la Resolución General N° 562/09. Para el cálculo de los ratios a mar'17 se han anualizado los resultados del periodo de 9 meses. El fuerte incremento en el total de activos a mar'17 se debe a que en el ejercicio fiscal 2017, la compañía realizó un cambio en la metodología de valuación de las propiedades de inversión hacia el modelo de valor razonable. A jun'16, con la nueva metodología, el total de activos ascendía a los 38.021 millones de pesos.

Resumen Financiero - IRSA Propiedades Comerciales S.A.

(miles de ARS\$, año fiscal finalizado en Junio)

	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
	<u>mar-17</u>	<u>2016</u>	<u>2015</u>	<u>2014</u>	<u>2013</u>	<u>2012</u>
Cifras consolidadas						
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	1.888.904	2.174.083	1.528.785	1.072.412	851.464	712.053
EBITDAR Operativo	1.888.904	2.174.083	1.528.785	1.072.412	851.464	712.053
Margen de EBITDA	52,7	56,3	55,4	50,8	52,0	77,1
Margen de EBITDAR	52,7	56,3	55,4	50,8	52,0	0,8
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	9,0	23,5	30,8	38,0	30,3	43,2
Margen del Flujo de Fondos Libre	30,9	11,4	26,1	16,4	3,1	31,3
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	27,1	64,8	56,9	40,7	35,3	32,4
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	3,8	2,9	4,6	6,4	7,3	10,0
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	3,8	3,5	4,6	7,1	9,3	10,2
EBITDA / Servicio de Deuda	3,6	1,8	1,9	1,7	1,9	4,7
FGO / Cargos Fijos	3,8	2,9	4,6	6,4	7,3	10,0
FFL / Servicio de Deuda	3,1	0,8	1,3	0,8	0,3	2,4
(FFL + Caja e Inv. Corrientes) / Servicio de Deuda	6,9	2,3	1,9	1,1	0,8	3,3
FCO / Inversiones de Capital	8,6	4,1	4,2	3,0	2,7	7,9
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	2,2	3,3	2,5	1,6	1,8	0,9
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,2	2,7	2,5	1,4	1,4	0,9
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,1	1,9	2,2	1,2	1,1	0,7
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	2,2	2,7	2,5	1,4	1,4	0,9
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	1,1	1,9	2,2	1,2	1,1	0,7
Costo de Financiamiento Implícito (%)	11,5	12,0	12,4	11,1	9,3	9,2
Deuda Garantizada / Deuda Total						
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,0	0,1	0,1	0,3	0,3	0,1
Balance						
Total Activos	40.493.025	9.299.488	6.344.747	3.496.219	3.054.804	2.488.374
Caja e Inversiones Corrientes	2.616.776	1.805.372	489.031	203.289	223.385	140.801
Deuda Corto Plazo	34.538	626.492	471.255	479.237	356.028	82.206
Deuda Largo Plazo	5.466.722	5.266.576	3.322.488	1.046.102	834.814	697.979
Deuda Total	5.501.260	5.893.068	3.793.743	1.525.339	1.190.842	780.185
Deuda asimilable al Patrimonio						143.717
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	5.501.260	5.893.068	3.793.743	1.525.339	1.190.842	636.468
Deuda Fuera de Balance						
Deuda Total Ajustada	5.501.260	5.893.068	3.793.743	1.525.339	1.190.842	636.468
Total Patrimonio	22.446.209	1.672.115	1.143.147	1.005.589	1.010.815	976.473
Total Capital Ajustado	27.947.469	7.565.183	4.936.890	2.530.928	2.201.657	1.612.941
Flujo de Caja						
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	1.387.806	1.165.801	1.190.091	810.120	574.896	627.331
Variación del Capital de Trabajo	(63.087)	(430.707)	(43.608)	(29.643)	(9.018)	(10.760)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	1.324.719	735.094	1.146.483	780.477	565.878	616.571
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(154.470)	(181.413)	(274.998)	(256.102)	(207.694)	(77.769)
Dividendos	(62.817)	(114.606)	(152.461)	(176.856)	(307.573)	(249.810)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	1.107.432	439.075	719.024	347.519	50.611	288.992
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	(46.145)	357.244	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	922.217	(2.040.386)	(241.577)	(261.750)	(240.720)	(173.667)
Variación Neta de Deuda	(478.050)	(278.238)	(276.703)	15.562	311.266	(157.616)
Variación Neta del Capital	0	0	121	0	5.233	2.716
Otros (Inversión y Financiación)	74.353	1.250.793	(18.462)	14.459	0	(2.023)
Variación de Caja	1.579.807	(271.512)	182.403	115.790	126.390	(41.598)
Estado de Resultados						
Ventas Netas	3.582.107	3.858.500	2.758.081	2.113.014	1.637.411	923.618
Variación de Ventas (%)	28,0	39,9	30,5	29,0	77,3	7,8
EBIT Operativo	1.867.714	1.934.589	1.348.375	951.398	721.658	597.003
Intereses Financieros Brutos	492.701	612.486	329.170	151.092	91.972	69.527
Resultado Neto	2.454.155	911.700	620.615	410.487	351.031	327.842

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

Obligaciones Negociables Clase 2 por hasta USD470 MM (emitidos USD360 MM):

Se trata de obligaciones negociables simples por un valor nominal de hasta USD470 millones, emitidos USD360 MM. Las mismas vencen en 2023, el capital es amortizable totalmente al vencimiento y devengarán intereses a una tasa de fija de 8,75%, pagaderos semestralmente por plazo vencido. Los fondos fueron destinados principalmente a extender el perfil de vencimiento de la deuda financiera incluyendo la recompra de las Obligaciones Negociables Clase 1 con tasa 7,875% y vencimiento 2017 por hasta USD120 MM, y al pago total del saldo de precios adeudado a IRSA por un monto de USD240 MM por compra de oficinas y un terreno en Dic'14. Cualquier exceso en los ingresos se utilizará para inversiones en activos en Argentina, aportes de capital en sociedades controladas y/o capital de trabajo en Argentina.

Obligaciones Negociables Clase 3 por hasta \$350 MM(*):

Monto a emitir: hasta \$350 MM.

Moneda: Pesos argentinos.

Fecha de Vencimiento: a los 18 meses de la fecha de emisión.

Amortización: única cuota al vencimiento.

Tasa de interés: será determinada como tasa de interés BADLAR más un margen de corte a licitar.

Destino de los fondos: (i) activos físicos situados en el país; (ii) la integración de capital de trabajo en Argentina, entre otros, inversión en insumos e infraestructura para nuestros centros comerciales, propiedades comerciales y reservas de tierras; (iii) aportes de capital en sociedades controladas; y (iv) el repago de deuda de corto plazo.

Obligaciones Negociables Clase 4 por hasta dólares equivalente a \$350MM(*):

Monto a emitir: hasta dólares equivalente a \$350 MM.

Moneda: Dólares.

Fecha de Vencimiento: a los 36 meses de la fecha de emisión.

Amortización: única cuota al vencimiento.

Tasa de interés: tasa de interés fija a licitar.

Destino de los fondos: (i) activos físicos situados en el país; (ii) la integración de capital de trabajo en Argentina, entre otros, inversión en insumos e infraestructura para nuestros centros comerciales, propiedades comerciales y reservas de tierras; (iii) aportes de capital en sociedades controladas; y (iv) el repago de deuda de corto plazo.

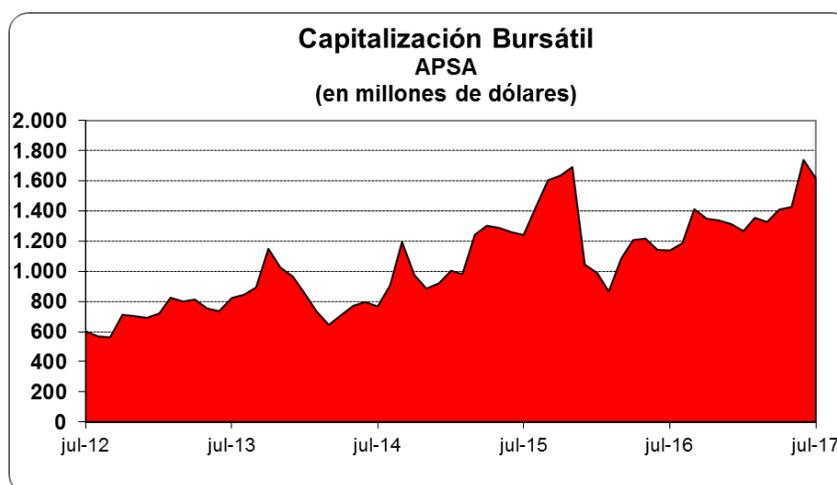
(*) ON Clase 3 y 4 ampliables en forma conjunta por hasta USD140 MM.

Anexo IV. Acciones

Liquidez de la acción de IRSA PC en el mercado

IRSA PC cotiza sus acciones en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires desde el 26/03/96 y sus ADRs en el NASDAQ (Estados Unidos) desde el 15/11/00. A la fecha, las acciones autorizadas a realizar oferta pública ascendían a 1.260.140.508 de valor nominal \$ 0,1 cada una y con derecho a un voto por acción. El porcentaje flotante del capital ha sido estimado en el 4.3% de las acciones en circulación.

La capitalización bursátil de IRSA PC a jul'17 totalizaba USD1.615MM. El cuadro a continuación detalla la evolución de la capitalización bursátil de la compañía desde jul'12. (Fuente: Economática).



Presencia

En los últimos doce meses móviles a jul'17, la acción de IRSA PC mantuvo una presencia del 60,4% sobre el total de ruedas en las que abrió el mercado.

Rotación

Al considerar la cantidad de acciones negociadas en los últimos tres meses a jul'17, se observa que la acción de IRSA PC registró una rotación del 11,6% sobre el capital flotante en el mercado. En los últimos doce meses, la rotación fue del 31,7%.

Participación

En los últimos doce meses a jul'17, el volumen negociado por IRSA PC en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires fue de \$ 39 MM y tuvo una participación sobre el volumen total negociado en el mercado del 0,04%. Por otra parte, el ADR de IRSA PC negoció un total de USD 19 MM en el Nasdaq durante el período observado, lo cual representó la mayor parte del volumen operado por la compañía.

En conclusión, se considera que la acción de IRSA PC cuenta con una **liquidez media**.

Anexo V. Dictamen de calificación.

FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACION DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) - Reg.CNV N°9

El Consejo de Calificación de **FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO** (afiliada de Fitch Ratings), en adelante FIX, realizado el 28 de Agosto de 2017 confirmó* en la **Categoría AA+(arg)** la calificación del emisor otorgada a **IRSA Propiedades Comerciales S.A.** y de los siguientes instrumentos:

- ON Clase 2 por hasta USD 470 MM

Asimismo, dicho Comité asignó en la **Categoría AA+(arg)** a las siguientes Obligaciones Negociables a emitir por la compañía:

- ON Clase 3 por hasta \$ 350 MM*
- ON Clase 4 por hasta dólares equivalente a \$ 350 MM*

*ON Clase 3 y 4 ampliables en forma conjunta por hasta USD140 MM.

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)".

Por otra parte, en base al análisis efectuado sobre la capacidad de generación de la compañía, y de la liquidez de sus acciones en el mercado, se confirmó* en **Categoría 1** las acciones ordinarias de IRSA Propiedades Comerciales S.A.

Categoría 1: Se trata de acciones que cuentan con una liquidez media y cuyos emisores presentan una muy buena capacidad de generación de fondos.

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

La 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 al 31/03/17 (9 meses), disponible en www.cnv.gob.ar.
- Auditor externo a la fecha del último balance: Price Waterhouse & Co. - Abelovich, Polano & Asoc.
- Suplemento del prospecto de emisión de fecha 20/4/2007, disponible en www.cnv.gob.ar
- Prospecto de ampliación del monto del programa de fecha 28/08/2015, disponible en www.cnv.gob.ar
- Programa Global de Emisión de Obligaciones Negociables por hasta USD 500 MM, disponible en www.cnv.gob.ar.
- Suplemento de Precios de las ONs Clase I de fecha 04/09/2015 disponible en www.cnv.gob.ar.
- Actualización del prospecto del programa de fecha 05/02/2016, disponible en www.cnv.gob.ar
- Suplemento de Precios preliminar de las ON Clase 2 provisto por el emisor el 11/02/2016.
- Suplemento de Precios preliminar de las ON Clase 3 y 4 provisto por el emisor.

(*) Siempre que se confirma una calificación, la calificación anterior es igual a la que se publica en el presente dictamen.

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.