FIX (afiliada de Fitch) bajó las calificaciones de la Provincia de Mendoza

20 de mayo de 2020

FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO “afiliada de Fitch Ratings”, en adelante FIX o la calificadora, bajó a ‘CC(arg)’ desde ‘BBB-(arg)’ con Rating Watch Negativo (“RWN”) la calificación de largo plazo y a ‘C(arg)’ desde ‘A3(arg)’ con RWN la de corto plazo de la Provincia de Mendoza (PMZA) y sus Títulos de Deuda (TD) debido a la falta de pago del servicio de intereses por USD 24,7 millones, en la fecha de vencimiento (19.05.2020), de los TD con vto. 2024 (PMY24, no calificado por FIX) que representa el 41% de la deuda total de la provincia. De acuerdo al prospecto de emisión, la PMZA cuenta con 30 días posteriores a la fecha de vencimiento para realizar el pago; que de no realizarse, se considerará incumplimiento y la calificadora colocará las calificaciones de emisor en ‘D(arg)’. La PMZA comunicó mediante la Resolución 45 y el Decreto 631 que iniciará un proceso de reestructuración de pasivos del cual aún no hay precisiones sobre sus términos y condiciones. A pesar de una liquidez muy restringida, FIX entiende que la PMZA cuenta con la flexibilidad financiera para afrontar el pago de intereses del PMY24 y la decisión de hacer uso del período adicional obedece a la búsqueda de mejores condiciones para el pago en un contexto de reestructuración de deuda a nivel nacional.

De no efectivizarse el pago de intereses correspondientes al PMY24 hasta el 19.06.2020, FIX evaluará la calificación del PMJ21 dadas las cláusulas de incumplimiento cruzado y la capacidad que poseen los acreedores de declarar la deuda vencida y exigible, aunque no son de ejecución automática.

FIX entiende que los gobiernos sub-soberanos se enfrentan al dilema de cumplir o incumplir con el pago de sus deudas para buscar mejores condiciones para lograr un alivio en la liquidez. Esto puede ser mediante el acceso al mercado voluntario de deuda o forzando la renegociación de los actuales términos de la misma.

Factores relevantes de la calificación

Entorno operativo debilitado: FIX considera que el deterioro económico nacional derivado de las medidas necesarias para contener la propagación del COVID-19 y el contexto de renegociación de la deuda soberana, resultan en un entorno operativo aún más adverso que el estimado originalmente (ver informes relacionados). El Gobierno Nacional podría condicionar a los sub-soberanos mediante modificaciones al marco regulatorio tanto en materia de ingresos automáticos o discrecionales, responsabilidades de gastos, e imponer regulaciones cambiarias que afecten la capacidad de cumplimiento de las obligaciones financieras en marco de la reestructuración de deuda nacional. Los importantes desafíos en materia fiscal-financiera derivarán en un deterioro en los indicadores de liquidez y de la capacidad de pago de los sub-soberanos. Las necesidades financieras se enfrentan a un mercado de crédito voluntario restringido, por lo que en el

corto plazo se dependerá de la asistencia nacional, emisión de Letras y/o aumento de la deuda flotante.

Calidad y flujo de la información: FIX considera que existen falencias en los procesos de información regular y diferencias respecto a las distintas fuentes de información suministrada. FIX monitorea la evolución del flujo de la información y la solvencia técnica de la misma. Para el análisis se utilizó información privada provista por el emisor y ejecuciones presupuestarias provisorias publicadas por el Ministerio de Hacienda y Finanzas, susceptible a ajustes, dado que la PMZA no cuenta con cuentas de inversión cerradas del período 2015-2019.

Muy ajustada liquidez: el fuerte balance financiero registrado en 2019 deterioró fuertemente los niveles de liquidez y se estima continuará esta tendencia para el 2020 dado el déficit financiero proyectado. De no mediar operaciones financieras a fines de descomprimir los vencimientos en 2020 y 2021, los niveles de liquidez registrarían un elevado detrimento. La PMZA podría recurrir a la emisión de Letras en 2020 para cubrir deficiencias estacionales de caja.

Ajustado desempeño presupuestario: FIX estima un margen operativo de -0,6% para el 2020, versus un 7,1% en 2019 y un 15,4% de 2018. La baja estimada se sustenta en la aplicación de la cláusula gatillo en 2020 correspondiente a la inflación de 2019, a una menor dinámica de ingresos esperados y mayor presión por el lado del gasto en el contexto del COVID19.

Moderado nivel de endeudamiento y reducción en la capacidad de pago: FIX estima para 2020 un sensible deterioro de la capacidad de pago explicado por la baja del margen operativo proyectado y los muy ajustados niveles de liquidez registrados al cierre de 2019 dado el fuerte balance financiero negativo. El 60% de los servicios de deuda del ejercicio es con acreedores considerados “amigables” (Gobierno Nacional, Banco Nación y Multilaterales). El nivel de deuda pública sobre ingresos corrientes fue de 55,9% y 7,9x (veces) el ahorro operativo en 2019, desde un 52,8% y 3,4x en 2018 respectivamente. Contemplando el total del endeudamiento autorizado en el Presupuesto 2020, FIX estima que en 2020 se podría reducir el apalancamiento hasta el 50,7% de los ingresos corrientes proyectados.

Adecuada composición de la deuda: al 31/12/2019 un 60,1% de la deuda se encontraba en moneda extranjera, la exposición al riesgo cambiario se incrementó desde el 44% en 2017. Esta suba se debe exclusivamente a la variación del tipo de cambio registrada en 2018 y 2019. Este riesgo se encuentra parcialmente mitigado, dado que el 6,5% de los ingresos corrientes de 2018 y 2019 están vinculados al dólar (regalías). Los ingresos proyectados por regalías para 2020 permitirían cubrir 1,5x los servicios de deuda en dólares del presente ejercicio bajo un escenario de tipo de cambio promedio de $ 69,20.

Sensibilidad de las calificaciones

Pago de intereses: las calificaciones de emisor y los TD podrían bajar a ‘D(arg)’ en el caso de no pago de intereses dentro de los 30 días adicionales establecidos según

términos y condiciones del PMY24 o de formalizarse una propuesta de reestructuración que implique una pérdida de valor presente a los acreedores. Si se cumpliera con el pago de los intereses en dicho período, FIX revisaría las calificaciones a la suba acorde a la capacidad y voluntad de pago de la PMZA.

Reestructuración deuda nacional: un contexto complejo de reestructuración de deuda nacional que pudiera condicionar las decisiones particulares de los entes sub-nacionales para renegociar sus deudas en términos y condiciones forzosos, y/o no favorables para los inversores, podría derivar en acciones de baja de varios rangos de calificación.

Entorno operativo: la calificación del emisor dependerá de la evolución de la flexibilidad fiscal, financiera y sostenibilidad de la deuda en un escenario macroeconómico más adverso como así también del impacto de posibles cambios en el marco regulatorio donde se desenvuelven los entes sub-nacionales y/o nuevas adecuaciones a la normativa vigente en materia cambiaria. La perspectiva del sector 'Negativa' indica que las calificaciones podrían seguir a la baja de no revertirse las condiciones del entorno operativo y que sean sustentables en el tiempo.

Disciplina fiscal y financiamiento de largo plazo: de sostener márgenes operativos robustos y estables, y extender su perfil de vencimiento de la deuda, podrían implicar una revisión de las calificaciones a la suba en el mediano plazo.

Transparencia y consistencia de la información: una mejora en las prácticas administrativas y el manejo de la transparencia y presentación de la información presupuestaria, podría implicar una revisión de las calificaciones a la suba en el corto/mediano plazo.

Detalle de los títulos y calificaciones

Emisor	Acción de calificación	Calificación actual	Calificación anterior
PROVINCIA DE MENDOZA			
Emisor corto plazo	Baja	C(arg)	A3(arg), RWN
Emisor largo plazo	Baja	CC(arg)	BBB-(arg), RWN
Títulos de Deuda Pública (TDP) Clase 1 por $ 5.219 millones	Baja	CC(arg)	BBB-(arg), RWN
Programa de Emisión de Letras del Tesoro 2020 por $ 4.537,2 millones	Baja	C(arg)	A3(arg), RWN

PN: Perspectiva Negativa. RWN: Rating Watch Negativo

Contactos

Analista Principal

Diego Estrada

Director Asociado

diego.estrada@fixscr.com

+54 11 5235-8126

Analista Secundario

Cintia Defranceschi

Directora

cintia.defranceschi@fixscr.com

+54 11 5235-8143

Responsable del Sector

Mauro Chiarini

Senior Director

mauro.chiarini@fixscr.com

+54 11 5235-8140

Relación con los Medios: Diego Elespe, Head Comercial y de Desarrollo de Negocios

diego.elespe@fixscr.com

+5411 5235-8100/10

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÒN DE RIESGO (Afiliada de Fitch Ratings), EN ADELANTE TAMBIEN DENOMINADA “FIX”, ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: 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. 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.

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 son riesgos 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 substituto 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, pero no 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 impre