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

24 de septiembre de 2020

FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO “afiliada de Fitch Ratings”, en adelante FIX o la calificadora, bajó a ‘CCC(arg)’ desde ‘A(arg)’ la calificación de largo plazo y a ‘C(arg)’ desde ‘A2(arg)’ la de corto plazo de la Provincia de Córdoba (PC) debido a que FIX considera que la propuesta presentada para reestructurar los títulos en moneda y legislación extranjera constituye un canje forzoso de deuda (DDE por sus siglas en inglés) porque derivaría en un deterioro material de los términos y condiciones originales de los títulos en forma conjunta al incremento del riesgo de refinanciación de los fuertes compromisos financieros que enfrenta la PC el próximo año con un mercado voluntario de deuda restringido. En junio el Poder Legislativo sancionó la Ley 10.697 que habilita al Ejecutivo a realizar una amplia administración de pasivos. FIX estima un significativo deterioro de los márgenes financieros en el segundo semestre de 2020 y en 2021, con su correlato en el nivel de liquidez. FIX remueve de Rating Watch Negativo (RWN) las calificaciones de emisor. Hasta la fecha, la PC ha cumplido con los servicios deuda en los términos y condiciones originales.

Adicionalmente, FIX bajó a ‘B-(arg)’ desde ‘A(arg)’ los TD Clase I debido a la baja de la calificación del emisor detallada anteriormente y mantienen las calificaciones en RWN debido a que FIX considera que la PC podría incorporar estos TD dentro la reestructuración. Adicionalmente, el Ejecutivo Nacional podría limitar a los sub-soberanos mediante modificaciones al marco regulatorio tanto en materia de transferencias automáticas o discrecionales, y/o imponer responsabilidades de gastos o regulaciones cambiarias que afecten la capacidad de cumplimiento en tiempo y forma de sus obligaciones financieras.

FACTORES RELEVANTES DE LA CALIFICACIÓN

Entorno operativo debilitado: 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 desinversión financiera, la asistencia nacional, emisión de Letras y/o aumento de la deuda flotante. En el marco del Programa para la Emergencia Financiera Provincial creado por el Gobierno Nacional por el Decreto Nº 352/2020, la PC firmó el convenio para acceder a un préstamos con el Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial (FFDP) por $ 4.800 millones con plazo de 36 cuotas, período de gracia hasta el 31.12.2020 y una tasa del 0,1%.

Buenos pero decrecientes márgenes operativos: FIX estima un margen operativo del 12% para el 2020, menor que el 17,2% previsto en el presupuesto, y al registrado en 2019 del 19%. La mejora registrada en el período 2016-2019 se explica por el incremento de los fondos coparticipados en virtud del fallo de la Corte Suprema de Justicia, y una contención real del gasto. En 2020 retomaría a sus niveles de márgenes históricos previos a la restitución de estos fondos (2012-2015) que registró un promedio del 11,2%. La fuerte contención del gasto evidenciada en el primer semestre permitió reflejar un significativo superávit financiero, pero la calificadora entiende no será sustentable en el segundo semestre y en 2021, por lo que se espera un marcado deterioro en la liquidez y capacidad de pago.

Déficit creciente de la caja previsional: el peso de la Caja afecta en parte las finanzas de la PC a través de un deterioro del margen operativo. El margen considerando la presión del Instituto de Seguridad Social (ISS) se reduce del 19% al 9,8% en 2019 y lo haría desde el 12% al 3% en 2020. La

PC es la única que firmó convenios de financiamiento entre la ANSeS y el ISS para el período 2016-2018. Si bien desde el 2016, parte del déficit de la Caja fue financiado por Nación, lo que mejoró la flexibilidad presupuestaria, este mantiene una tendencia declinante. FIX espera que la reforma previsional sancionada acote a futuro el deterioro financiero producido por el ISS al alinear el mecanismo de actualización de los haberes pasivos provinciales y el nivel de financiamiento nacional.

Autonomía financiera media: presenta una dependencia de los ingresos federales automáticos que afecta su flexibilidad financiera. En 2019, los ingresos propios representaron un 43,2% de los ingresos operativos desde un 43,8% en 2018. El Presupuesto 2020 prevé que esta autonomía se reduzca al 39,2%. FIX coincide con estas proyecciones dada la menor dinámica de los recursos provinciales en el contexto de la pandemia.

Creciente nivel de endeudamiento y deterioro de la capacidad de pago: FIX espera un deterioro en la capacidad de pago producto de la fuerte devaluación del peso junto a un deterioro de los resultados fiscales proyectado para 2021. Al 31.12.2019 la deuda fue de 64,3% de los ingresos corrientes y FIX estima podría incrementarse al 98,8% en 2020 asumiendo el total del endeudamiento autorizado por Presupuesto ($ 90.843 millones). Los niveles de apalancamiento se vieron fuertemente incrementados en 2018 y 2019 debido a la exposición al tipo de cambio, siendo el nivel del uso del crédito materialmente bajo para el período.

Composición desfavorable de deuda: al 31.12.2019 la deuda en moneda extranjera ascendió al 94,12% del total. La estructura y perfil de vencimientos de la misma condiciona fuertemente las necesidades financieras de la PC. FIX entiende existe un importante riesgo de refinanciamiento en el corto plazo con la elevada concentración de vencimientos de deuda en 2021, en un mercado de créditos voluntario restringido.

Deterioro de la muy buena liquidez: los márgenes financieros negativos proyectados para el segundo semestre de 2020 y 2021 presionarán sobre los muy buenos indicadores de liquidez existentes al 30.06.2020. FIX espera un sensible incremento de la deuda flotante junto a un declino en los niveles de disponibilidades existentes. De no mediar operaciones financieras a fines de descomprimir los vencimientos en 2021, los niveles de liquidez registrarían un significativo deterioro.

SENSIBILIDAD DE LAS CALIFICACIONES

Rating Watch Negativo: FIX podría accionar a la baja la calificación de los TD Clase I en caso de que fueran incorporados al proceso de reestructuración de la deuda provincial o se impusiera una regulación cambiaria que afectara a los sub-soberanos el acceso al mercado de cambios para cumplir con sus compromisos de deuda. Cambios en la calificación de la Provincia podría impactar sobre la calificación de los TDP en la misma dirección.

Reestructuración de deuda: en caso de que la Provincia recurra a un período de cura y/o incumpliera con alguno de los servicios de deuda, se actuaría a la baja de la calificación. De concretarse la reestructuración de deuda, la calificadora analizará la capacidad y voluntad de pago de la PC de acuerdo al nuevo perfil de vencimientos, perspectivas de evolución de la situación fiscal y financiera, y evaluará la calificación de los nuevos títulos de deuda.

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.

DETALLES DE LOS TÍTULOS Y CALIFICACIONES

EMISOR	Acción de calificación	Calificación actual	Calificación anterior

PROVINCIA DEL CORDOBA

Emisor largo plazo	Baja	CCC(arg)	A(arg), RWN
Emisor corto plazo	Baja	C(arg)	A2(arg), RWN
TDP Clase I (Boncor 2017) por USD 300 millones	Baja	B-(arg), RWN	A(arg), RWN

RWN: Rating Watch Negativo

INFORMES RELACIONADOS

Provincia de Córdoba, Jun.19, 2020

Perspectiva sector de sub-soberanos, Sep.17, 2019

El dilema de los sub-soberanos ante la reestructuración Argentina de deuda, Mar.12, 2020

Impacto del COVID-19 en los Sub-soberanos, Abr.02, 2020

Disponibles en nuestra página web http://www.fixscr.com

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 imprenta.