FIX (afiliada de Fitch) bajó las calificaciones de emisor de la Provincia de Córdoba; se anunció acuerdo con grupo mayoritario de inversores

12 de enero de 2021

FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO “afiliada de Fitch Ratings”, en adelante FIX o la calificadora, bajó a ‘D(arg)’ desde ‘CC(arg)’ la calificación de emisor de largo plazo y a ‘D(arg)’ desde ‘C(arg)’ la de corto plazo de la Provincia de Córdoba (PC) debido a la falta de pago del servicio de intereses luego del vencimiento del período de cura (11.01.2021) por USD 24,94 millones del PDCAR 2021 (25,9% del stock de deuda al 30.09.2020, no calificado por FIX). La PC registra muy buenos niveles de liquidez, por lo que la calificadora entiende que contaba con la flexibilidad financiera para afrontar el pago, y la decisión de incumplir con el vencimiento obedece a la búsqueda de mejores condiciones en el contexto de la reestructuración provincial. FIX considera que el incumplimiento, el uso del período de cura, junto a la solicitud de consentimiento presentada para reestructurar los títulos en moneda y legislación extranjera constituye un canje forzoso de deuda que deriva en un deterioro de los términos y condiciones originales de los títulos.

El 11.01.2021, la PC anunció que llegó a un acuerdo con un grupo mayoritario de inversores de los Títulos de Deuda (TD) en moneda y legislación extranjera (PDCAR 2021, PDCAR 2027 y PDCAR 2024, 59,7% de la deuda provincial) para modificar los términos y condiciones originales. Sin embargo, aún falta el perfeccionamiento del consentimiento y si los niveles de adhesión son suficientes para que las modificaciones propuestas sean concluyentes y vinculantes para todos los tenedores de los TD. Una vez ejecutada la reestructuración, fecha tentativa del 26.01.2021, FIX analizará el resultado de la misma y revisará las calificaciones de acuerdo a la nueva estructura de pagos y solvencia del emisor que estima contará con un perfil crediticio superior a la media de los pares calificados.

Adicionalmente, confirmó en ‘CCC(arg)’la calificación de largo plazo de los TD Clase I. Estos títulos no están incorporados en la reestructuración pero FIX no descarta a futuro una administración de pasivos sobre los mismos. El Poder 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, la PC firmó el convenio para acceder a un préstamos con el Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial (FFDP) por $ 4.800 millones.

Deterioro de la muy buena liquidez: la fuerte contención real del gasto registrada en 2020, junto a cierta administración de pasivos de la deuda flotante, permitiría cerrar el ejercicio con muy buenos

niveles de liquidez, que se entiende no serían sostenibles en el tiempo. Los márgenes financieros negativos proyectados para 2021 presionarán sobre los indicadores de liquidez. FIX espera para 2021 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 muy significativo deterioro.

Buenos pero decrecientes márgenes operativos: FIX estima un margen operativo del 17,5% para el 2020 y del 16,2% en 2021, menores al registrado en 2019 (19%). El sostenimiento de los márgenes en 2020 y el proyectado para 2021 se sustenta en una contracción real del gasto salarial. La fuerte contención real del gasto (operativo y de capital) evidenciada al tercer trimestre permitió reflejar un significativo superávit financiero y reforzar la liquidez, pero FIX entiende no sería sustentable en 2021, por lo que se espera un deterioro en la liquidez y capacidad de pago.

Déficit creciente Instituto de Seguridad Social (ISS): el peso del ISS afecta las finanzas de la PC a través de un deterioro del margen operativo. El margen considerando la presión del ISS se redujo del 19% al 9,8% en 2019, lo haría desde el 17,5% al 7,8% en 2020, y del 16,2% al 6,3% en 2021. Si bien desde 2016, parte del déficit del ISS fue financiado por Nación, lo que mejoró la flexibilidad presupuestaria, este mantiene una tendencia declinante. FIX espera que la reforma previsional sancionada en 2020 acote a futuro el deterioro financiero creciente y estructural producido por el ISS, se estima una reducción del 20% de la tasa de crecimiento promedio anual real del gasto previsional para el período 2020-2050 (del 3% al 2,4%).

Creciente nivel de endeudamiento: FIX registra un deterioro en la capacidad de pago producto de la fuerte devaluación del peso junto a un esperado deterioro de los resultados fiscales proyectados para 2020-2021. Al 31/12/2019 la deuda fue de 64,3% de los ingresos corrientes y FIX estima podría incrementarse al 95,1% en 2020 asumiendo el total del endeudamiento autorizado por Presupuesto ($ 90.843 millones), pero podría situarse en niveles del 74% dado que no accedería a todas las fuentes financieras autorizadas. El nivel de apalancamiento se vio fuertemente incrementado en 2018 y 2019 debido a la exposición al tipo de cambio, siendo el nivel del uso del crédito materialmente bajo.

Composición desfavorable de deuda: la estructura y perfil de vencimientos de la deuda 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 sumado al fuerte peso de la deuda en moneda extranjera (94,12% al 31/12/2019 y 88,9% al 30/09/2020) que incrementa el riesgo cambiario. En caso de alcanzar los umbrales de las cláusulas de acción colectiva para hacer extensivo a todos los TD la reestructuración propuesta, derivaría en una sensible mejora del perfil de vencimientos y capacidad de pago de la PC.

Autonomía financiera media: registra 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. FIX prevé que evolucione al 40,2% y 41% en 2020 y 2021.

SENSIBILIDAD DE LAS CALIFICACIONES

Reestructuración de deuda: 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.

TD Clase I: 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.

DETALLE DE LOS TITULOS Y CALIFICACIONES

Emisor	Acción de calificación	Calificación actual	Calificación anterior
PROVINCIA DEL CORDOBA			
Emisor largo plazo	Baja	D(arg)	CC(arg)
Emisor corto plazo	Baja	D(arg)	C(arg)
TDP Clase I (Boncor 2017) por USD 300 millones	Confirma	CCC(arg)	CCC(arg)

INFORMES RELACIONADOS

Provincia de Córdoba, Dic. 11, 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.