FIX (afiliada de Fitch) subió las calificaciones de la Provincia de Córdoba luego de la reestructuración de deuda

27 de enero de 2021

FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO “afiliada de Fitch Ratings”, en adelante FIX subió a ‘A+(arg)’ desde ‘D(arg)’ la calificación de largo plazo de la Provincia de Córdoba (PC) y a ‘A1(arg)’ desde ‘D(arg)’ la de corto luego de ejecutada la reestructuración de los TD bajo legislación extranjera (no calificados por FIX, que representan el 61,1% del total de la deuda al 31.12.2020). FIX considera que la PC cuenta con buenos márgenes operativos y niveles de liquidez que junto a la reestructuración de deuda se traducen en una muy buena capacidad de pago, aunque con moderadas necesidades de financiamiento para los años 2023-2025 en un contexto de un mercado voluntario de crédito restringido. La perspectiva es 'Negativa' para las calificaciones de largo plazo y se encuentra alineada a la del sector sub-soberanos de Argentina (ver informe relacionado). FIX considera que el incumplimiento en el que incurrió la PC el 11/01/2020 constituyó un canje forzoso de deuda que derivó en un deterioro de los términos y condiciones originales de los títulos.

La propuesta de reestructuración se ejecutó el 26.01.2021, posterior al incumplimiento del pago de intereses del PDCAR 2021, con una aceptación del 96.29% % del valor nominal de los PDCAR 2021/24/27 en circulación y, al lograr una aceptación superior al 75%, estas modificaciones son concluyentes y vinculantes para todos los tenedores. Este proceso de reestructuración se enmarcó dentro de un complejo contexto macroeconómico fuertemente impactado por la pandemia del COVID-19.

Adicionalmente, FIX subió a ‘A+(arg)’ desde ‘CCC(arg)’la calificación de largo plazo de los TD Clase I con Perspectiva Negativa alineada con la del emisor. Estos títulos no fueron incorporados en la reestructuración, aunque en un futuro podrían incluirse en la administración de pasivos bajo la Ley N° 10.697. Sin embargo, FIX considera que la materialidad de esta deuda es baja para la Provincia (8,2% del total de la deuda al 31/12/2021) por lo que no se prevé una acción sobre la misma en el corto plazo, que en caso de producirse sería evaluado como un evento en su momento. Actualmente FIX califica la capacidad de pago en tiempo forma de la PC bajo sus compromisos vigentes. El Poder Ejecutivo Nacional podría limitar a los sub-soberanos mediante modificaciones al marco regulatorio o regulaciones cambiarias que afecten la capacidad de cumplimiento en tiempo y forma de sus obligaciones financieras, lo que se incorpora en la Perspectiva Negativa del sector.

FACTORES RELEVANTES DE LA CALIFICACIÓN

Entorno operativo nacional 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.

Muy buenos niveles de liquidez: la fuerte contención real del gasto en 2020, junto a cierta administración de pasivos de la deuda flotante, permitió cerrar el ejercicio con muy buenos niveles de

liquidez, que se entiende no serían sostenibles en el tiempo. La fuerte reactivación presupuestada en el plan de obras públicas y presiones por recomposiciones salariales impactarán sobre los indicadores de liquidez en 2021, por lo que FIX espera un sensible incremento de la deuda flotante junto a un declino en los niveles de disponibilidades existentes. La reestructuración de deuda externa descomprimió fuertemente los vencimientos del período 2021-2023, por lo que de sostener una conducta fiscal y crediticia prudente, la PC podría mantener buenos niveles de liquidez en el mediano plazo reduciendo los riesgos de refinanciamiento.

Buenos márgenes operativos: FIX estima un margen operativo del 17,1% para el 2020 y del 19,2% en 2021, en línea al registrado en 2019 (19%). El sostenimiento de los márgenes en 2020-2021 se sustenta en una contracción real del gasto salarial en 2020 y sostenimiento real en 2021. La fuerte contención real del gasto (operativo y de capital) registrada en 2020 permitiría alcanzar un significativo superávit financiero y reforzar la liquidez, pero FIX entiende no sería sostenible en 2021, por lo que se espera cierto deterioro en la liquidez y resultados financieros.

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 17,1% al 8,4% en 2020, y del 19,2% al 10,1% en 2021. Desde 2016, parte del déficit del ISS (72,6% en 2019) es financiado por Nación, lo que mejoró la flexibilidad presupuestaria. Debido al cierre de Convenios Bilaterales anuales, la PC logra sostener este financiamiento relativamente constante. 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%).

Moderado nivel de endeudamiento y buena capacidad de pago: FIX observa una fuerte mejora en la capacidad de pago producto de la reestructuración de deuda externa, debido a la proyección de buenos resultados fiscales para 2021 y en adelante, sobre la base de un histórico comportamiento fiscal prudente de la Provincia. El nivel de apalancamiento es moderado con relación a otros pares calificados, al 31/12/2020 la deuda sería del 69,2% de los ingresos corrientes y FIX estima se reduciría al 66,5% en 2021 asumiendo el endeudamiento autorizado por Presupuesto ($ 45.394 millones). El nivel de deuda 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 de deuda: la estructura de deuda se encuentra fuertemente concentrada en moneda extranjera (90% del stock al 31/12/2020), sin ingresos correlacionados directamente, uno de las principales debilidades de la calificación. Desde 2023, en promedio el 97% de los servicios de deuda que afrontará la PC son en dólares, lo que la expone a un elevado riesgo cambiario. Sin embargo, la reestructuración de deuda permitió, alargar plazos, aplanar la curva de vencimientos de deuda y reducir el costo financiero.

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 40,4% y 40% en 2020 y 2021.

Sensibilidad de las calificaciones

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, nuevas adecuaciones a la normativa vigente en materia cambiaria.

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 TÍTULOS Y CALIFICACIONES

Emisor	Acción de calificación	Calificación actual	Calificación anterior
PROVINCIA DEL CORDOBA			
Emisor largo plazo	Suba	A+(arg) PN	D(arg)
Emisor corto plazo	Suba	A1(arg)	D(arg)
TDP Clase I (Boncor 2017) por USD 300 millones	Suba	A+(arg) PN	CCC(arg)

INFORMES RELACIONADOS

Provincia de Córdoba, Ene. 12, 20201

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.