

Provincia de San Juan

Informe Integral

Calificaciones

Emisor

Largo Plazo en Escala Nacional AA(arg)
 Corto Plazo en Escala Nacional A1+(arg)

Instrumentos de Deuda

TD garantizados por el gobierno AA+(arg)
 Nacional por USD 60.840.000

TD – Títulos de Deuda

Perspectiva

Estable para calificaciones de largo plazo.

Información Financiera

Provincia de San Juan	31 Dic 2016	31 Dic 2015
Ingresos Operativos (\$ millones)	25.342	19.692
Deuda Consolidada (\$ millones)	4582,9	3.757,9
Balance Operativo/ Ingresos Operativos (%)	16,7	22,2
Servicio de Deuda/ Ingresos Corrientes (%)	2,5	2,2
Deuda Directa/ Balance Operativo (x)	1,1	0,9
Balance Operativo/ Intereses Pagados (x)	45,7	74,8
Gasto de Capital/ Gasto Total (%)	24,9	23,2
Balance Presupuestario/ Ingresos Totales (exc. Nueva Deuda) (%)	11,8	12,2
Balance Corriente/ Gasto de Capital (%)	113,9	135,1

Cuentas de inversión 2015-2016.

Analistas

Analista Principal

Juan Langer
 Analista
 +54 11 5235-8144
juanmartin.langer@fixscr.com

Analista Secundario

Diego Estrada
 Director Asociado
 +54 11 5235-8126
diego.estrada@fixscr.com

Responsable del sector

Mauro Chiarini
 Director Senior
 +54 11 5235-8140
mauro.chiarini@fixscr.com

Factores Relevantes de la Calificación

Asignación de calificación: FIX SCR S.A. Agente de Calificación de Riesgo (Afiliada de Fitch Ratings) –en adelante FIX–, asignó las calificaciones ‘AA(arg)’ de largo plazo y ‘A1+(arg)’ de corto plazo de emisor a la Provincia de San Juan (PSJ). Adicionalmente, subió la calificación de los TD (Títulos de Deuda) garantizados por el gobierno Nacional a ‘AA+(arg)’ desde ‘AA(arg)’, en función la garantía explícita otorgada y a la baja del riesgo operativo de la misma.

Muy buenos márgenes operativos: FIX estima un ahorro operativo del 14,9% para el 2017, similar a los estimados en el presupuesto 2017. La PSJ presentó muy buenos ahorros operativos en los últimos años (2012-2016), siendo en promedio del 23,6%. En el 2016, el margen operativo disminuyó sensiblemente con relación al 2015 (16,7% desde el 22,2%), explicado mayormente por presiones por el lado del gasto operativo que se incrementó al 37,7% que no fueron acompañados por los ingresos (28,7%).

Moderada flexibilidad presupuestaria: la tendencia a la reducción de los márgenes operativos fue acompañado por un incremento en la rigidez del gasto. El gasto operativo pasó de representar el 71% de los ingresos operativos en 2012 al 83,2% en 2016. La variación está explicada mayormente por el incremento del gasto en personal que se elevó del 38,5% de los ingresos operativos en 2012, hasta el 45,9% en 2016. FIX entiende que se mantendrá estable durante 2017.

Autonomía financiera media: al igual que la mayoría de las provincias argentinas, la PSJ presenta una dependencia de los ingresos federales automáticos que afecta su flexibilidad financiera. En 2016, los ingresos locales representaron un 41,8% de los ingresos operativos.

Bajo nivel de endeudamiento: FIX estima que si la PSJ accede al financiamiento por hasta lo autorizado en la ley de presupuesto (USD 362 millones), y un adicional por USD 138 millones (aún no facultado por ley), al cierre del 2017, la deuda representará un 41,1% de los ingresos corrientes presupuestados para el corriente año. Al cierre de 2016 la deuda representó un 15,7% de los ingresos corrientes o 0,6x (veces) del balance corriente. FIX estima que el nivel de apalancamiento continuará siendo bajo, razonable para el rango de calificación y con una adecuada sostenibilidad.

Muy buena liquidez: al cierre de 2016 los saldos líquidos de la PSJ permitieron cubrir más de 3,5x (veces) la deuda flotante, que se ha mantenido en un bajo nivel de 7,8 días del gasto primario. Por fuera de los saldos de disponibilidad inmediata, la PSJ cuenta con el Fondo de Reserva Anticíclico (\$2.215 millones al cierre de 2016, o 7,6% de los ingresos corrientes), e inversiones financieras por \$9.110 millones (31,2% de los ingresos corrientes del 2016). Estos saldos se han acumulado en virtud de los superávits financieros del período 2012-2016.

TD garantizado por el gobierno Nacional: en la calificación de los TD se pondera la garantía explícita otorgada por el Gobierno Nacional, quien se compromete a cumplir con el pago de los servicios de deuda en tiempo y forma de acuerdo a las condiciones estipuladas. Los bonos son reconocidos como Endeudamiento Público Interno en Moneda Extranjera de la Nación. Sin embargo, FIX considera existe un riesgo operativo por la necesidad de que se incluya anualmente la partida en el Presupuesto Nacional y por la falta de precisión respecto de los mecanismos de transferencia y sus tiempos.

Sensibilidad de las Calificaciones

Desempeño operativo y endeudamiento: un deterioro del margen operativo, en base a una mayor rigidez presupuestaria, que impacte en un deterioro de la capacidad de pago, podría derivar en una revisión a la baja de las calificaciones.

Política de endeudamiento: una política de endeudamiento agresiva con términos, condiciones y moneda poco sustentables, y/o un incremento del riesgo de refinanciación de la deuda podría afectar negativamente las calificaciones.

Riesgo operativo: en caso de que no se incluya la partida presupuestaria para el pago de los TD garantizados dentro del presupuesto nacional anual y/o no se efectúe la transferencia de los fondos dentro de los plazos y la moneda de pago del bono .

Resumen: Fortalezas y Debilidades

	Marco Institucional	Deuda y Liquidez	Desempeño Presupuestal	Gestión y Administración	Economía
Estatus	Estable	Fortaleza	Fortaleza	Neutral	Neutral
Tendencia	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable

Nota: * conceptos analizados en el contexto Nacional y Regional

Fuente: FIX

Fortalezas:

- Bajo nivel de endeudamiento en términos del presupuesto provincial.
- Buenos márgenes operativos y financieros aunque decrecientes en los últimos años.
- Adecuado nivel de obra pública en términos per cápita comparado contra el consolidado provincial.
- Muy buenos niveles de liquidez.

Debilidades:

- Ingresos operativos altamente dependientes de los ingresos federales.
- Creciente rigidez presupuestaria por el lado del gasto.
- Inexistencia de una Ley de Coparticipación Provincial.

Marco institucional

Contexto nacional

La Argentina adopta un sistema democrático, representativo, republicano federal, por lo cual las provincias cuentan con autonomía política y económica. Sin embargo, en las últimas décadas se produjo una importante descentralización de las responsabilidades del gasto en los gobiernos locales con una mayor centralización de la Nación en cuanto a la recaudación de los ingresos. Esto fue delineando un escenario de mayor dependencia de las provincias a los recursos de origen nacional, tanto para el financiamiento de gastos corrientes y de capital. La falta de una reforma de la Ley de Coparticipación y la necesidad de resolver problemas coyunturales provocaron sucesivas reformas adicionales a la Ley de Coparticipación que determinaron un sistema cada vez más complejo con un reparto de recursos Nación-Provincia en desmedro de los gobiernos locales.

Las finanzas provinciales consolidadas se han visto afectadas en los últimos años, por el aumento de la presión del gasto operativo en un contexto inflacionario y la desaceleración de la economía con impacto en la dinámica de los ingresos. Las cuentas provinciales fueron aún más presionadas por el incremento de las necesidades financieras, las decisiones discrecionales y en muchos casos no objetivas sobre las autorizaciones para la emisión y refinanciación de deuda y las condiciones de corto plazo y altas tasas del mercado de capitales local. Lo anterior se agudizó en el 2015 afectado por ser un año electoral.

Crterios Relacionados

Metodología de Calificación Finanzas Públicas registrada ante la Comisión Nacional de Valores

FIX considera que el tratamiento de estos temas estructurales, implicarán cambios profundos en materia de redistribución de recursos, responsabilidades del gasto entre Nación-Provincias y financiamiento de obras públicas. Esto se vio plasmado en parte en el Acuerdo Nación-Provincias del 23 de mayo de 2016 y en la Ley N° 27.260 que abordan estos temas y en algunos casos lo inicia como son la armonización de regímenes jubilatorios y una reforma tributaria.

Para un mayor detalle ver el comunicado de prensa: "[FIX \(afiliada de Fitch Ratings\) revisó la Perspectiva del Sector de Sub-Soberanos a Estable desde Negativa](#)" del 22 de julio de 2016 en www.fixscr.com.

Provincia de San Juan

De acuerdo a la Constitución de la Provincia de San Juan, la administración del gobierno provincial es responsabilidad del Poder Ejecutivo, cuyos titulares son el Gobernador y Vicegobernador, elegidos directamente por el voto popular. El mandato de gobierno dura cuatro años, con posibilidad de re-elección. El gobernador designará como mínimo a 5 ministros de gobierno y al secretario general de la gobernación.

El Poder Legislativo de la provincia de San Juan es ejercido por la Cámara de Diputados, integrada desde 2003 por 34 diputados. La composición de este poder es fruto de un doble sistema de representación. Parte de los legisladores, 15 han sido electos por el sistema de representación proporcional, tomando a la provincia como distrito único y eligiendo un diputado por cada 40 mil habitantes. Este cuerpo se integra además con un diputado por cada uno de las 19 municipalidades en que se divide la provincia, siendo electo por cada municipio la fuerza política mayoritaria. Los diputados duran cuatro años en sus funciones, inician y concluyen sus mandatos en la misma oportunidad en que lo hace el Poder Ejecutivo, y pueden ser reelectos. No hay elección de medio término.

Las 19 municipalidades de la Provincia cuyas autoridades (Intendente y Consejo Deliberante) son elegidas por voto popular, tienen como principales responsabilidades la provisión de servicios locales básicos: alumbrado público, limpieza, pavimentación, entre otros. Según el presupuesto 2017 el monto de transferencias a las municipalidades por coparticipación de impuestos serán \$ 2.538 millones. La PSJ no cuenta con una ley de coparticipación provincial, siendo los recursos distribuidos anualmente en base al 15% de los ingresos de libre disponibilidad. La PSJ se encuentra trabajando con los Municipios para consensuar una Ley de Coparticipación Municipal. FIX observará y analizará los resultados de este proyecto.

Asimismo se creó un fondo destinado a emergencias municipales por un total de \$ 180 millones, con la finalidad de asistir a los mismos en casos de emergencia económica, social o institucional.

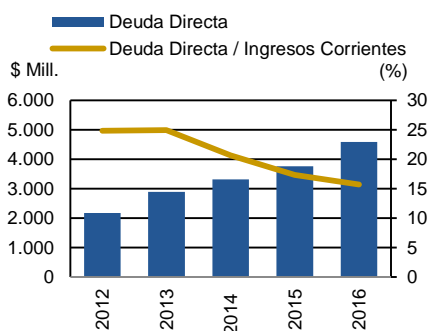
Deuda y Liquidez

Deuda

El nivel de endeudamiento al cierre de 2016 representó el 15,7% de los ingresos corrientes de la provincia y compara muy favorablemente contra el consolidado provincial. El mismo mantuvo una tendencia decreciente en el período analizado 2012-2016, mientras que en 2012 representaba el 24,8% de los ingresos corrientes, actualmente redujo su incidencia en 9,17 puntos porcentuales. Esta reducción se ha logrado a partir de un exitoso proceso de reestructuración de deuda luego del default del año 2001. Adicionalmente, la PSJ presenta un reducido nivel de endeudamiento en términos del PBG (Producto Bruto Geográfico), que alcanzó al año 2015 al 3,6%.

La Provincia, en el año 2010, se adhirió al Programa Federal de Desendeudamiento de las Provincias Argentinas lanzado por el Gobierno Nacional, a través del Decreto 660/2010,

Gráfico 1: Deuda Directa de San Juan



Fuente: Provincia de San Juan

mediante el cual se reestructuró gran parte de sus deudas (aproximadamente el 73,6% de la deuda consolidada provincial considerando el bono garantizado por el Gobierno Nacional), lo que permitió importantes mejoras en la sostenibilidad de deuda. El Estado Nacional descontó los Aportes del Tesoro Nacional que le debía a la Provincia, eliminó la indexación de deuda por el CER y aplicó un período de gracia de capital e interés hasta el 31/12/2011, que luego fue extendido en sucesivas oportunidades, venciendo el plazo operativo el 31/12/2016.

Al cierre de 2016, la deuda directa ascendió a \$4.582,9 millones, equivalente a 15,7% de los ingresos corrientes. Al cierre del 2015 esta deuda era de \$3.757,9 millones, equivalente al 17,3% de los ingresos corrientes, por lo que durante 2016 se registró una reducción en el nivel de apalancamiento provincial en términos del presupuesto. Asimismo, la capacidad de pago de la provincia se redujo ligeramente, en el 2015 la deuda representó 0,9x (veces) el balance operativo mientras que en el 2016 fue de 1,1x debido al deterioro del margen operativo (ver Gráfico 1).

El Acuerdo para el Nuevo Federalismo determinó la devolución progresiva de la retención del 15% de la masa coparticipable a las provincias que previamente se destinaba a financiar la Anses. Asimismo, fijó que durante 2016 las provincias podrían acceder a un 6% adicional por medio de un crédito con el Fondo de Garantía de Sustentabilidad (Anses) y en 2017 un 3% adicional. Se prevé la devolución del crédito en un solo pago al cuarto año, y devenga la tasa de interés Badlar menos el subsidio del Estado Nacional para que la tasa resultante neta alcance el 15% en 2016 y 2017 y 12% en 2018 y 2019, estableciéndose pagos semestrales de interés. Estos créditos fueron tomados por la PSJ en el 2016 por \$ 955 millones y \$637,6 millones en 2017.

En la siguiente tabla se presenta el detalle del título de deuda vigentes y calificados por FIX, acorde a los términos y condiciones estipulado en los documentos de la transacción (para más detalle ver Anexo C).

Tabla 1: Instrumentos de Deuda

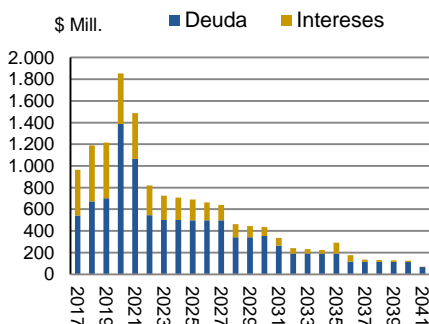
Instrumento	Monto	Emisión	Vto.	Saldo (30/06/2017)	Tasa	Amortización
Bono Garantizado vto 2019	US\$ 60.840.000	29/09/2009	29/09/2019	US\$ 36.540.000	Cupon Cero	5 Cuotas iguales anuales a partir del 15/09/2015

El Presupuesto para el año 2017, Artículo 16, faculta al Poder Ejecutivo de la provincia a conseguir "fuentes alternativas de fondos" por hasta el 20% del Presupuesto Total de Gastos (\$34.389 millones). Cuando el monto de financiamiento supere el 20%, el endeudamiento deberá ser aprobado por una ley complementaria. FIX asume, para el análisis de sus escenarios que la PSJ utilizará esta fuente de financiamiento por hasta un monto de \$ 6.878 millones (o el equivalente a USD 362 millones a un tipo de cambio de \$19) y un adicional por USD 138 millones (aún no facultado por ley), al cierre del 2017.

Al segundo semestre del 2017, el stock de deuda se incrementó hasta los 5.473,9 millones, equivalente al 31,8% de los ingresos corrientes según el presupuesto 2017. FIX, asumiendo todo el endeudamiento estimado para el 2017 (por USD 500 millones), prevé que el nivel de apalancamiento de San Juan se incrementará hasta el 41,1% de los ingresos corrientes, razonable para el rango de calificación.

FIX considera que las condiciones de la deuda actuales son adecuadas, si bien en los últimos años aumentó la exposición cambiaria: en 2016 la deuda denominada en moneda extranjera fue de 49,9% frente a un 33,1% en el 2012. El crecimiento del endeudamiento en moneda extranjera tuvo su correlato principalmente en la utilización de mecanismos de financiamiento con organismos multilaterales de crédito. FIX prevé que el apalancamiento en moneda extranjera se

Gráfico 2: Perfil Amortización de Deuda



Fuente: Provincia de San Juan

elevaría al cierre de 2017 hasta un 78% debido al proyecto de emisión por hasta USD 500 millones.

En cuanto a los niveles de sostenibilidad, en 2016 el servicio de la deuda ascendió a \$733,2 millones (\$640,5 millones de capital y \$92,7 millones de intereses), absorbiendo un bajo 2,5% de los ingresos corrientes y un 17,3% del balance operativo. En 2015 estos indicadores reflejaban un 2,2% y 10,7%. El deterioro del indicador de sostenibilidad en el último año se explica por la reducción del balance operativo en el año 2016.

FIX espera que los niveles de sostenibilidad se mantengan en niveles adecuados para el período 2017-2019 asumiendo la tendencia al deterioro del margen operativo que la Calificadora observa al cierre del 2016 y sus estimaciones para 2017. La evolución de este indicador dependerá de la habilidad de San Juan para volver a ahorros operativos más robustos en el mediano plazo y los términos y condiciones del endeudamiento a realizar.

FIX considera que la solvencia de la Provincia es adecuada, por tener un perfil de vencimiento de largo plazo, una deuda que en mayor parte está pactada en pesos y a tasa fija, como así también por los buenos márgenes operativos que ha demostrado la Provincia a lo largo del período analizado.

Liquidez

Al cierre de 2016 los saldos líquidos de la PSJ permitieron cubrir más de 3,5x (veces) la deuda flotante, que se ha mantenido en un bajo nivel de 7,8 días del gasto primario. Por fuera de los saldos de disponibilidad inmediata, la PSJ contaba al cierre de 2016 con el Fondo de Reserva Anticíclico (\$2.215 millones, o 7,6% de los ingresos corrientes), e inversiones financieras por \$9.110 millones (31,2% de los ingresos corrientes del 2016). Estos saldos se han acumulado en virtud de los superávits financieros del período 2012-2016.

La deuda flotante se mantuvo en 2016 en un nivel bajo del 2,4% respecto de los ingresos operativo (en 2015 era del 1,6%) y un nivel de rotación de 7,8 días del gasto primario. FIX espera que estos ratios se mantengan en niveles razonables.

Uno de los mecanismos que cuenta la Provincia para cubrir déficits transitorios del tesoro provincial es la utilización del Fondo Unificado de Cuentas Oficiales (FUCO), que le permite hacer uso de parte de las disponibilidades transitorias de caja sin costo financiero. La Provincia se encuentra autorizada a utilizar las existencias de caja de todas las jurisdicciones y entidades del sector público provincial no financiero hasta un 80%, según lo informado por las autoridades provinciales en promedio su utilización ronda el 60% al segundo trimestre del 2017, con reintegro a los 30 días.

La PSJ no cuenta con un Programa de Letras autorizado para el corriente año ni planea emitir instrumentos de corto plazo. Por último la PSJ no utiliza adelantos de coparticipación por parte del Gobierno Nacional que se cancelan durante el mismo mes que fueron solicitados a cuenta de futuros ingresos coparticipables.

La PSJ presentó sólidos márgenes financieros en los últimos años (2012-2016), siendo en promedio del 14,4%, que fueron invertidos en el Fondo de Reserva Anticíclico (\$2.215 millones, equivalente al 7,6% de los ingresos corrientes), excediendo en \$419 millones lo exigido por ley (equivalente a dos nominas salariales). El mismo está compuesto por títulos públicos nacionales en dólares, plazos fijo en la misma moneda, y Lebacs. Adicionalmente, la PSJ cuenta con inversiones financieras compuestas por depósitos de plazo fijo y Lebacs, de disponibilidad no inmediata, por \$9.110 millones, equivalentes 31,2% de los ingresos corrientes del 2016.

Contingencias

El Banco de San Juan S.A es la entidad oficial de la Provincia y su agente financiero que se encuentra calificado por FIX en la categoría 'A1+(arg)' de corto plazo. La Provincia es propietaria del 16,78% del banco. En los últimos años el banco demostró un buen desempeño, siendo una entidad rentable, con buenos ratios de solvencia y liquidez, por lo cual si bien se constituye como una contingencia directa para la Provincia, la misma no presenta riesgos considerables.

En cuanto a empresas públicas que no consolidan presupuestariamente con la administración provincial, se encuentra Energía Provincial Sociedad del Estado (EPSE). Esta empresa tiene sus resultados operativos superavitarios, por lo que actualmente no genera una contingencia negativa para la administración central provincial.

La principal contingencia que enfrentan las provincias argentinas son los eventuales déficits contraídos por el sistema previsional, aunque San Juan pertenece al grupo de provincias que cedió su fondo de pensión al Gobierno Federal. La Provincia no es responsable de eventuales desfinanciamientos, habitualmente realiza aportes al sistema previsional a fines de elevar el nivel de retribución a los jubilados provinciales, FIX no observa ningún riesgo contingente en este aspecto.

El presupuesto 2017, artículo N° 18, establece un fondo de \$ 85 millones para atender pronunciamientos judiciales que condenen al estado provincial (Administración Pública Provincial). No obstante, la PSJ no cuenta con una estimación de pasivos judiciales contingentes.

Desempeño Presupuestario

El sector público de San Juan consiste en la administración central, los organismos descentralizados, poderes especiales, fondos fiduciarios, instituto de obra social, caja de acción social y caja mutual. Los Anexos A y B incluyen las cuentas antes mencionadas. Se analizaron las cuentas de inversión 2012-2016, resultados parciales al segundo trimestre 2017, así como el Presupuesto 2017. Debido a problemas de información con las fuentes y aplicaciones financieras de las cuentas de inversión, para el análisis de éstas, se utilizaron los datos de las ejecuciones presupuestarias del Ministerio de Hacienda.

Tabla 1: Ingresos Operativos
(millones de pesos corrientes)

	2014	2015	2016
– Ingresos Brutos	1.367	1.695	2.115
– Sellos	153	235	312
– Inmobiliario	102	131	179
– Otros	426	545	719
Tributarios provinciales	2.049	2.608	3.326
Regalías	320	363	469
Tasas, Derechos y otros	667	778	1278
Tributarios nacionales	10.226	14.032	17.814
Transferencias corrientes	535	614	795
Total ingresos operativos^a	14.787	19.692	25.342

^a – no incluye ingresos por rentas de la propiedad (intereses cobrados);

Fuentes: San Juan y cálculos de FIX

Ingresos operativos

Los ingresos operativos de San Juan registraron un crecimiento nominal del 28,7% en el 2016 respecto al 2015, año en que crecieron un 33,2%. Este menor ritmo de crecimiento de los ingresos operativos se vio acompañado de un contexto inflacionario registrado de 40,6% en 2016. La desaceleración del crecimiento en los ingresos operativos se explica por un contexto recesivo de la actividad económica que impactó sobre la recaudación de Ingresos Brutos que se expandió sólo al 24,7%.

No obstante, los ingresos propios recaudados por la PSJ evidenciaron un incremento nominal del 50,9% en 2016 contra un crecimiento en menor cuantía de los ingresos de origen nacional (+27,1%). El fuerte incremento de los ingresos propios se explica en la sólida expansión de los ingresos provenientes de tasas y derechos (+42,8%), multas (+69,7%) y rentas de propiedad (+95,3%). Si bien estos últimos recursos no son considerados como ingresos operativos, fortalecieron fuertemente la flexibilidad presupuestaria de la provincia por el lado de los recursos.

Los ingresos propios de San Juan representan el 41,8% de los ingresos operativos del año 2016, lo que demuestra una importante dependencia de los recursos de origen nacional. Sin embargo, los ingresos propios mostraron una muy buena dinámica a lo largo del período analizado (2012-2016), con un crecimiento anual nominal promedio del 39,6%, que para el último año llegó al 50,9%. La variación de los ingresos del 2016 se explica por un crecimiento combinado de los

ingresos provinciales (consolidando tributarios y no tributarios) en un 50,9%, explicado principalmente por un ingreso extraordinario por parte de la multa aplicada a la minera Barrick por \$ 145 millones y por el incremento de los recursos originador por rentas de la propiedad (+95,3). Los ingresos federales se incrementaron en un 27,1%, impulsado por la devolución parcial del 3% de la masa coparticipable, firmado en el Acuerdo Nación – Provincias.

Al segundo trimestre del año 2017, la PSJ registra un incremento de los ingresos operativos del 29,8% contra igual período de 2016, explicado por una aceleración de los recursos tributarios (+36,4%) y los de origen nacional (+33,6%). Gran parte de estos incrementos se debió a los esfuerzos de la provincia para ampliar la base imponible tributaria que se llevó a cabo entre el año 2016 y hasta marzo de 2017, mediante las leyes N° 1503, la adhesión al régimen excepcional de exteriorización de activos no declarados (blanqueo) y ley N° 1504 de regularización de deudas tributarias encarado por la República Argentina (Moratoria Impositiva).

De acuerdo al presupuesto 2017, se espera que los ingresos operativos aumenten un 13,3% en términos nominales respecto a lo efectivamente recaudado en 2016. FIX considera que la evolución de estos recursos está subestimada, y estima que se incrementarán a un ritmo marcadamente mayor, cercano al 24%.

La PSJ no presenta exposición en su recaudación al sector minero, dado que las regalías en el período 2012-2016 sólo representaron en promedio un 2,4% de los ingresos operativos. Las empresas mineras se encuentran exentas del pago de Ingresos Brutos pero son Agentes de Retención del Impuesto de todas las empresas que trabajan en el sector. La incidencia porcentual en el total de recaudación por Ingresos Brutos del sector de la minería ha sido variable en los últimos años. En promedio, en el período 2012-2016, la recaudación directa proveniente de la minera sobre lo recaudado por Ingresos brutos fue del 7,6%. La baja en el peso del sector sobre la recaudación de este impuesto en los últimos 3 años está directamente asociada a la disminución del nivel de actividad del sector.

La estructura de ingresos de San Juan se presenta como dependiente de las transferencias de origen federal, principalmente por la coparticipación. En 2016 las participaciones federales representaron el 73,4% de los ingresos operativos y en el período 2012-2016 fueron en promedio un 72,5%, por encima de la media provincial. FIX destaca que estos recursos se distribuyen en forma automática bajo lo estipulado por Ley (coparticipación de impuestos) y no se encuentran expuestos a ninguna discrecionalidad, lo que proporciona a esta estructura de ingresos estabilidad y previsibilidad sobre el flujo de recursos.

Desde 1992, la Nación retiene el 15% de la masa coparticipable con destino al financiamiento del Sistema Nacional de Seguridad Social en función al Pacto Fiscal entre Nación y Provincias, aunque no todas las provincias transfirieron sus cajas de jubilación al Gobierno Federal. Recientemente, se hizo un acuerdo entre el Gobierno Federal y las Provincias mediante el cual se frena esta retención sobre la masa coparticipable. El Acuerdo para el Nuevo Federalismo establece los términos y condiciones bajo las cuales se detendrá gradualmente la retención en un plazo de 4 años, a partir de 2016 hasta 2020. Este acuerdo determinó la devolución progresiva de la retención del 15% de la masa coparticipable a las provincias que previamente se destinaba a financiar la Anses. En 2016 comenzó la distribución del 3%, en el 2017 se eleva al 6%, y así progresivamente hasta llegar al total (15%). Debido a que esto incrementa los recursos provinciales de origen federal, se prevé que los niveles de autonomía fiscal se comprimirán aún más.

Gastos operativos

El gasto operativo de la provincia en 2016 aumentó un 37,7% respecto a 2015. El incremento se explicó por el crecimiento del gasto en personal (+40,5%), en base a presiones salariales y de

Tabla 2: Gastos Operativos
 (millones de pesos corrientes)

	2014	2015	2016
- Personal	6.226	8.278	11.634
- Bs y Ss no personales	1.687	2.329	3.098
-Transferencias corrientes	2.466	3.386	4.456
Total gastos operativos^a	11.369	15.328	21.106

^a - no incluye intereses pagados;

Fuentes: Provincia de San Juan y cálculos de FIX

nómina. Por otro lado el gasto en bienes y servicios creció un 33% y las transferencias corrientes lo hicieron al 31,6%. El aumento del gasto en personal estuvo encima de lo registrado en promedio para el período 2012-2015 del 37,9%. El gasto en personal pasó de absorber el 42,0% de los ingresos operativos en 2015 al 45,91% en 2016, mientras que en 2012 representaba el 38,4%.

Al igual que en todas las provincias argentinas, la estructura de gastos de San Juan en los últimos cinco años se volvió más rígida, en el sentido de que fue aumentando la participación del gasto operativo sobre las erogaciones totales. Esto ocurrió como consecuencia de las presiones inflacionarias y salariales, y la mayor provisión de servicios públicos. El gasto operativo pasó de representar el 71,2% del ingreso operativo en 2012, al 83,3% en 2016. Al segundo trimestre del 2017 se registra una tendencia a la baja (79% en 2016 contra 77,7% en 2017), pero FIX considera, en base a los incrementos salariales acordados que impactarán en mayor medida en el segundo semestre, que este indicador será cercano al presupuestado, en el orden del 85%.

Para el 2017 se presupuestó un incremento nominal en los gastos operativos de 15,7% respecto a lo ejecutado en 2016, pero FIX espera se encuentre por encima de estas previsiones, principalmente debido a que el presupuesto no contempló el acuerdo salarial para el corriente año. Al segundo trimestre del 2017 el gasto operativo creció un 27,7% en comparación al mismo período del año anterior y FIX estima que el 2017 evidenciará un incremento del gasto salarial aproximado del 24%.

Ahorro operativo e inversión pública

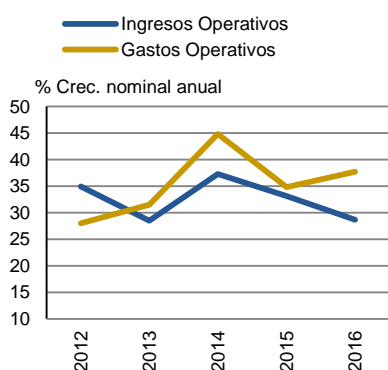
Durante el período 2012-2016, San Juan presentó márgenes operativos y balances financieros superavitarios. Esta situación permitió financiar los niveles de inversión crecientes de la provincia con flujo de recursos propios, e inversiones financieras por aproximadamente \$11.325 millones (considerando el FRA y tenencias en plazos fijo y Lebacs). En este período, en promedio, el margen operativo alcanzó el 23,6% y el resultado financiero un 14,4%.

Este proceso fue acompañado por una política de inversión en obra pública, tanto con recursos propios provenientes de importantes ahorros operativos como con recursos de afectación específica de terceros, aunque en todo el período analizado el gasto en capital estuvo por debajo de estos excedentes.

Los niveles de inversión se incrementaron significativamente en la PSJ en el período analizado. Mientras que los gastos de capital representaron un 18,5% de los ingresos operativos en el año 2012, al 2016 se alcanzó el 27,8%.

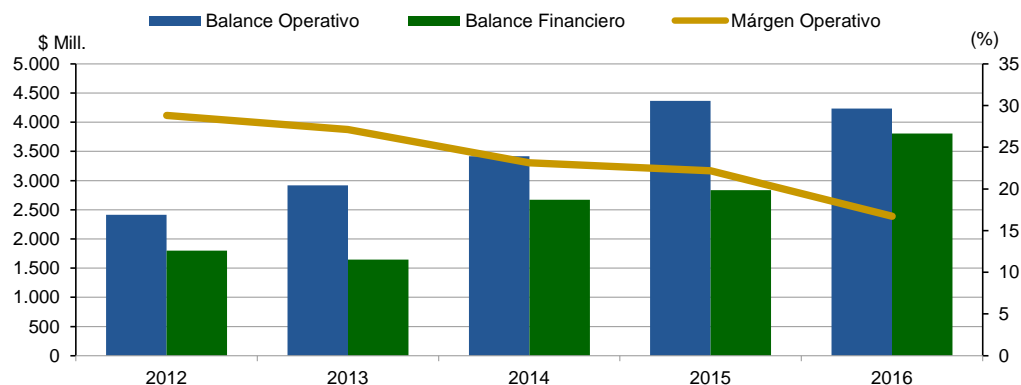
Los márgenes operativos sumados a los ingresos de capital permitieron a la provincia financiar el 100% la inversión pública durante el período 2012-2016 (ver Gráfica 5). Los balances financieros han sido volátiles pero siempre superavitarios en el periodo de análisis, llegando a su nivel más bajo en 2013 (ver Gráfico 4).

Gráfico 3: Ingresos y Gastos Operativos de San Juan



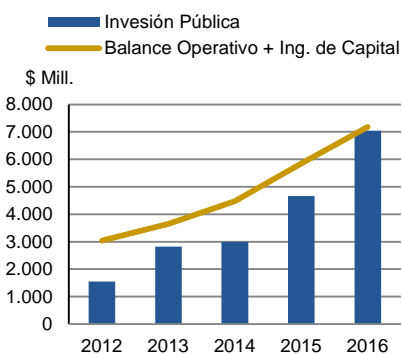
Fuente: Provincia de San Juan y cálculos de FIX

Gráfico 4: Desempeño Presupuestario de San Juan



Fuente: Provincia de San Juan y cálculos de FIX

Gráfico 5: Ahorro e Inversión de San Juan



Fuente: Provincia de San Juan y cálculos de FIX

Dado que es una prioridad del gobierno mantener un buen nivel de obra pública, la provincia busca fuentes de financiamiento alternativas. En este marco la emisión que planea realizar la PSJ se destinaría íntegramente a un programa de inversiones con foco en financiar el Plan de Obras Públicas, destacándose entre estas, una nueva penitenciaría y un velódromo.

Gestión y Administración

El actual Gobernador es el Sr. Sergio Mauricio Uñac, que está ejerciendo su primer mandato y fue electo en el año 2015 con el 53,5% de los votos. Uñac pertenece al partido político Frente para la Victoria (FPV). FIX entiende que el actual Gobernador dará continuidad a las políticas llevadas a cabo en las últimas gestiones del FPV en la Provincia.

El objetivo de gobierno del Sr. Sergio Mauricio Uñac es profundizar la diversificación de la producción y la agroindustria, a través de más sectores que traccionen la economía. Adicionalmente, es prioridad de este gobierno impulsar la inversión en obra pública como fuente de desarrollo económico y motor de crecimiento de la provincia.

Perfil Socioeconómico

Población

Según el censo 2010, San Juan registró una población de 747.488 personas, número que la posiciona como la decimotercera provincia argentina más poblada, y la 2ª más poblada de la región Cuyo, con una participación del 1,70% sobre el total nacional. Con respecto al censo 2001, la población sanjuanina aumentó en un 9,85%, por encima del crecimiento demográfico nacional del 10,6%. El envejecimiento de la población sanjuanina aumentó levemente en la última década, aunque se aproximó a la media nacional: la participación de personas mayores a 65 años fue del 8,7% en 2010 (versus 10,2% a nivel nacional) comparado con el 7,9% en 2001 (versus 9,9% a nivel nacional). Más allá del envejecimiento poblacional mencionado, FIX considera que la participación de los mayores a 65 años sigue siendo baja.

Economía

En 2015 el producto bruto geográfico (PBG) de San Juan disminuyó 1,2%, totalizando \$6.587,07 millones a precios constantes (equivalente al 1,4% del producto bruto interno argentino). Como todas las provincias argentinas, la economía de San Juan se encuentra dominada por el sector terciario o de servicios, con una participación sobre el PBG provincial del 38,30% en 2015.

Dentro de este sector, tiene peso la administración pública, teniendo el sector público un importante rol.

Los productos de exportación con mayor participación en el total provincial se concentran en, minería (principalmente oro y plata; 73,5%), vitivinicultura (8,3%), farmacia (4,7%), hortícola (2,7%) y olivo (2,2%).

Por su parte, el sector primario también es muy importante para San Juan, con una participación sobre el PBG provincial en 2015 equivalente al 6,7%, acorde a la media nacional (6,6%). A raíz del peso en la economía provincial de la agricultura (enfocado en la viticultura y horticultura) y la extracción de minerales.

Por último, la participación del sector secundario sanjuanino es moderado, con una participación equivalente al 14,5% del PBG provincial de 2015, concentrado en industrias manufactureras.

Desempleo y pobreza

El INDEC elabora una serie de índices que se utilizan para medir las características sociales, demográficas y económicas de la población argentina en función de los datos recabados en la EPH. La EPH consiste en una encuesta corriente utilizada para rastrear las tendencias del mercado laboral, y sus resultados se publican periódicamente.

De acuerdo a estas estimaciones, la tasa de desempleo al primer trimestre del 2017 fue del 5,9%, con una tasa de actividad del 38,3% y una tasa de empleo del 36,0%. Estas tasas eran al primer trimestre del 2012 de un 4,9%, 39,0% y 37,0% respectivamente.

De acuerdo a los últimos datos de pobreza publicados por el INDEC, al 30 de junio de 2016, la proporción de personas y hogares bajo la línea de pobreza en la PSJ es del 43,5% y 32,2% respectivamente, contra un 21,5% y 30,3% a nivel nacional.

Se debe mencionar que estos números han sido objetados por la PSJ al INDEC por cuestiones metodológicas. La resolución aún está pendiente.

La situación social de la provincia en términos de indicadores asociados a calidad de vida (red de gas, hacinamiento, conexión de banda ancha, etc) y educación (años de escolarización, matriculación por nivel educativo, ocupados por nivel educativo) refleja resultados similares del promedio nacional (a excepción de conexión red cloacal y acceso a computadoras); mientras que en salud (tasa de mortalidad infantil y materna, población no cubierta por obra social, nacidos vivos con bajo peso al nacer) la situación refleja algunas mayores carencias que a nivel nacional.

Anexo A

Provincia de San Juan

Consolidado Sector Público

\$ Millones	2012	2013	2014	2015	2016	6m2016 ^P	6m 2017 ^P
Impuestos (incluye Coparticipación de Impuestos)	6.762,4	8.945,5	12.275,6	16.641,0	21.140,0	9.739,9	12.975,6
Otras transferencias Corrientes recibidas	343,2	373,3	535,7	614,8	795,4	318,4	507,3
Regalías, tasas, derechos, otros ingresos no tributarios	1.275,6	1.450,8	1.976,0	2.437,0	3.406,6	1.828,2	1.944,4
Ingresos Operativos	8381,3	10.769,6	14.787,3	19.692,8	25.342,0	11.886,6	15.427,3
Gastos operativos	(5.967,6)	(7.849,8)	(11.369,6)	(15.328,0)	(21.106,7)	(9.391,4)	(11.990,5)
Balance Operativo	2.413,6	2.919,8	3.417,7	4.364,8	4.235,3	2.495,2	3.436,8
Intereses cobrados	364,4	845,3	1.241,2	1.988,4	3.884,0	1.867,1	1.746,1
Intereses pagados	(10,5)	(18,0)	(44,7)	(58,3)	(92,7)	(42,9)	(76,5)
Balance Corriente	2.767,5	3.747,1	4.614,3	6.294,8	8.026,6	4.319,3	5.106,3
Ingresos de capital	630,2	726,9	1.056,2	1.485,2	2.942,5	1.863,4	2.560,8
Gasto de capital	(1.548,3)	(2.823,2)	(2.995,8)	(4.657,7)	(7.041,7)	(3.079,6)	(4.231,7)
<i>Balance de capital</i>	<i>(918,0)</i>	<i>(2.096,3)</i>	<i>(1.939,6)</i>	<i>(3.172,5)</i>	<i>(4.099,2)</i>	<i>(1.216,2)</i>	<i>(1.670,9)</i>
Balance Financiero	1.849,5	1.650,8	2.674,7	3.122,3	3.927,4	3.103,1	3.435,4
Nueva deuda	311,3	178,5	384,1	717,9	2.119,1	778,1	755,3
Amortización de deuda	(86,1)	(60,9)	(340,5)	(409,3)	(640,5)	(182,0)	(134,1)
<i>Endeudamiento neto: aumento, (disminución)</i>	<i>225,2</i>	<i>117,6</i>	<i>43,5</i>	<i>308,5</i>	<i>1.478,6</i>	<i>596,1</i>	<i>621,1</i>
Resultado Final	2.074,7	1.768,4	2.718,2	3.430,8	5.406,1	3.699,2	4.056,6
DEUDA							
Corto Plazo	-	-	-	-	-	-	-
Largo Plazo	2.173,0	2.897,3	3.311,5	3.757,9	4.582,9	3.954,2	5.473,8
Deuda Directa	2.173,0	2.897,3	3.311,5	3.757,9	4.582,9	3.954,2	5.473,8
+ Deuda cuasi directa	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Riesgo Directo	2.173,0	2.897,3	3.311,5	3.757,9	4.582,9	3.954,2	5.473,8
- Liquidez	658,2	787,4	1.139,3	1.417,8	2.114,1	-	-
Riesgo Directo Neto	1.514,8	2.109,9	2.172,2	2.340,1	2.468,9	3.954,2	5.473,8
Garantías y otras deudas contingentes	-	-	-	-	-	-	-
Deuda neta indirecta (entes públicos exc. garantías)	-	-	-	-	-	-	-
Riesgo Final Neto	1.514,8	2.109,9	2.172,2	2.340,1	2.468,9	3.954,2	5.473,8
Datos sobre Riesgo Directo							
% moneda extranjera	33,1	36,2	50,3	60,1	49,9	44,3	34,6
% no bancaria	79,6	76,8	64,9	56,5	62,7	55,5	65,3
% tasa de interés fija	98,9	99,3	99,5	99,7	100,0	99,8	99,9

^P datos provisorios / n.d.- no disponible

Fuente: Elaboración FIX sobre la base de la información proporcionada por la Provincia de San Juan (cuentas de inversión cerradas 2012-2016 y provisorias al segundo trimestre 2016-2017).

Anexo B

Provincia de San Juan

Consolidado Sector Publico

	2012	2013	2014	2015	2016	6m 2016 ^P	6m 2017 ^P
Ratios de Desempeño Presupuestario							
Balance operativo/Ingresos operativos (%)	28,8	27,1	23,1	22,2	16,7	21,0	22,3
Balance corriente/Ingresos Corrientes ^a (%)	31,6	32,3	28,8	29,0	27,5	31,4	29,7
Balance financiero/Ingresos totales ^b (%)	19,7	13,4	15,7	13,5	12,2	19,9	17,4
Resultado final/Ingresos totales (%)	19,0	14,0	15,5	14,3	15,9	23,7	20,6
Crecimiento de ingresos operativos (variación % anual)	n.d	28,5	37,3	33,2	28,7	n.a.	29,8
Crecimiento de gasto operativo (variación % anual)	n.d	31,5	44,8	34,8	37,7	n.a.	27,7
Crecimiento de balance corriente (variación % anual)	567,6	35,4	23,1	36,4	27,5	n.a.	18,2
Ratios de Deuda							
Crecimiento de deuda directa (variación % anual)	n.d	33,33	14,30	13,48	21,95	-13,72	38,43
Intereses pagados/Ingresos operativos (%)	0,13	0,17	0,30	0,3	0,4	0,4	0,5
Balance operativo/Intereses pagados (x)	230,31	161,94	76,51	74,82	45,71	58,11	44,90
Servicios de deuda directa/Ingresos corrientes (%)	1,10	0,68	2,40	2,2	2,5	1,6	1,2
Servicios de deuda directa/Balance operativo (%)	4,00	2,70	11,27	10,7	17,3	9,0	6,1
Deuda Directa/Ingresos operativos (%)	24,85	24,94	20,66	17,33	15,68	14,38	15,94
Riesgo Directo/Ingresos corrientes (%)	24,85	24,94	20,66	17,3	15,7	14,4	15,9
Deuda directa/Balance corriente (x)	0,79	0,77	0,72	0,60	0,57	0,46	0,54
Riesgo directo/Balance corrientes (x)	0,79	0,77	0,72	0,60	0,57	0,46	0,54
Riesgo final neta/Ingresos corrientes (%)	17,3	18,2	13,6	10,8	8,4	14,4	15,9
Deuda directa/PBG (%)	34,34	43,72	49,68	57,05	n.d.	n.d.	n.d.
Deuda directa per capita (\$)	2.907,1	3.876,1	4.430,2	5.027,4	6.131,1	5.290,0	7.323,0
Ratio de Ingresos							
Ingresos operativos/Ingresos operativos presupuestados (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Impuestos/Ingresos operativos (%)	80,69	83,06	83,01	84,5	83,4	81,9	84,1
Impuestos locales/Ingresos operativos (%)	13,93	15,31	13,86	13,2	13,1	13,3	13,9
Transferencias corrientes/Ingresos operativos (%)	4,09	3,47	3,62	3,1	3,1	2,7	3,3
Ingresos operativos/Ingresos totales ^b (%)	89,39	87,26	86,55	85,0	78,8	76,1	78,2
Ingresos totales ^b per capita (\$)	12.543,2	16.511,0	22.856,2	30.992,3	43.035,5	41.785,3	52.801,4
Ratios de Gasto							
Gasto operativo/Gasto operativo presupuestado (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Gasto en personal/Gasto operativo (%)	54,03	54,81	54,76	54,0	55,1	58,5	55,3
Transferencias Corrientes realizadas/Gasto operativo (%)	20,69	21,20	21,70	22,1	21,1	21,1	21,6
Gasto de capital/Gasto de capital presupuestado (%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Gasto de capital/Gasto total (%)	20,34	26,31	20,31	22,8	24,4	24,3	25,8
Gasto de capital/PBG (%)	24,47	42,60	44,94	70,71	n.a.	n.a.	n.a.
Gasto total per capita (\$)	10.184,1	14.384,0	19.733,5	27.362,9	38.638,2	33.969,6	43.968,4
Financiamiento de Gasto de Capital							
Balance corriente/Gasto de capital (%)	178,75	132,73	154,03	135,1	114,0	140,3	120,7
Ingresos de capital/Gasto de capital (%)	40,71	25,75	35,26	31,9	41,8	60,5	60,5
Endeudamiento neto/Gasto de capital (%)	14,54	4,16	1,45	6,6	21,0	19,4	14,7

n.a. no aplica / n.d. no disponible

^P datos provisorios

^a incluye intereses cobrados

^b excluye nueva deuda

Fuente: Elaboración FIX sobre la base de la información proporcionada por la Provincia de San Juan (cuentas de inversión cerradas 2012-2016, y provisorias al segundo trimestre 2016-2017).

Anexo C. Instrumentos de Deuda

Títulos de Deuda Garantizado por el gobierno Nacional

Emisor: Provincia de San Juan

Monto: USD 60.840.000

Amortización de capital: será en 5 cuotas iguales, anuales y consecutivas equivalente, cada una al 20% del capital adeudado, comenzando el sexto año (2015) hasta el décimo año. Se pagará los días 15 del mes de septiembre.

Intereses: cupón cero.

Rango: los Títulos constituyen una obligación directa, general, incondicional y no subordinada de la Provincia.

Garantía: la República Argentina garantiza en forma plena, irrevocable e incondicional, el pago puntual de los servicios del bono. La garantía constituye una obligación directa e incondicional de la República, por lo que los bonos son reconocidos como Endeudamiento Público Interno en Moneda Extranjera de la Nación. A su vez, el Gobierno Nacional se responsabiliza del pago del capital de los bonos mediante el Acta Convenio suscripta entre el Gobierno Provincial y el Estado Nacional, de fecha 29/09/2009, ratificada por Decreto PEN N° 2131/2009 de fecha 23/12/2009.

Objetivo: los fondos provenientes de la colocación del bono original tuvieron como destino financiar la participación de la Provincia en la construcción de 2 represas de generación de energía hidroeléctrica (Los Caracoles y Punta Negra), ubicadas sobre el Río San Juan.

Vencimiento: septiembre de 2019 (10 años desde la instrumentación).

Estructura: de acuerdo al Acta de Convenio entre la PSJ y el Gobierno Nacional, éste debe incluir en el Presupuesto Nacional las sumas equivalentes al pago de la cuota anual bajo los bonos como un aporte no reintegrable, por lo cual la Nación transferirá los fondos a la Provincia a fin de que se realice el pago. En caso de que el pago no se efectúe, los tenedores podrán hacer valer luego de transcurridos 30 días el aval del Gobierno Nacional. El Ministerio de Economía Nacional ejecutará la contragarantía con el Banco Nación. La Provincia ratificó la obligación de afectar como contragarantía los fondos provenientes de la Coparticipación Federal de Impuestos pero quedaron liberadas las dos garantías adicionales estipuladas en el Contrato de Fideicomiso original (Transferencias federales bajo el "Fondo para Infraestructura eléctrica" (FIE) y el "Fondo para el desarrollo eléctrico del interior" (FEDEI)).

Eventos de incumplimiento: se podrán declarar vencidos y exigibles los pagos del Bono, acelerándose su vencimiento, en caso de incumplimiento de la Provincia y del Gobierno Nacional de sus obligaciones frente al bono por más de un período de 30 días de la fecha de vencimiento del pago de servicios o en caso de que ambos impongan una moratoria de sus obligaciones financieras externas.

Seguimiento: a la fecha del presente informe se han abonado los servicios de amortización de acuerdo a los términos y condiciones estipulados.

Anexo D. Dictamen de calificación

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO, "Afiliada de Fitch Ratings" - Reg. CNV N°9, reunido el día **29 de Agosto de 2017**, asignó la calificación de largo plazo de 'AA(arg)' y de corto plazo 'A1+(arg)' a la Provincia de San Juan (PSJ). La perspectiva de los títulos de largo plazo es estable. Adicionalmente, subió la calificación de los TD (Títulos de Deuda) garantizados por el gobierno Nacional a 'AA+(arg)' desde 'AA(arg)'. El detalle se presenta a continuación:

Concepto / Título	Calificación Actual	Perspectiva Actual	Calificación anterior	Perspectiva anterior
Emisor de Largo Plazo	AA(arg)	Estable	-	-
Emisor de Corto Plazo	A1+(arg)	NA	-	-
Títulos de Deuda garantizados por el gobierno Nacional por USD 60.840.000	AA+(arg)	Estable	AA(arg)	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.

Categoría A1+(arg): Indica la más sólida capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Bajo la escala de calificaciones nacionales de FIX, esta categoría se asigna al mejor riesgo crediticio respecto de todo otro riesgo en el país. Cuando las características de la emisión o emisor son particularmente sólidas, se agrega un signo "+" a la categoría.

Nota: Los signos "+" o "-" se añaden a una calificación para darle 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. 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. Una perspectiva negativa o positiva no implica que un cambio de 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.

Fuentes de Información: las presentes calificaciones se realizaron en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por la Provincia de San Juan al cierre 2016 y asimismo la siguiente información pública:

- Ejecuciones Presupuestarias y stock de deuda para el período 2012-2016 disponible en <http://www.cgp.sanjuan.gov.ar> e información al segundo trimestre 2016 - 2017 disponible en www.hacienda.sanjuan.gov.ar
- Presupuesto aprobado del año 2017 disponible en www.hacienda.sanjuan.gov.ar
- Información de los pagos a los bonos disponible en www.bolsar.gov.ar
- Dicha información resulta adecuada y suficiente para fundamentar la calificación otorgada.

Determinación de las calificaciones: Metodología de calificación Finanzas Públicas registrado ante la Comisión Nacional de Valores (disponible en www.fixscr.com o en www.cnv.gob.ar).

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 disseminación 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.