

Provincia de Mendoza

Informe de Actualización

Calificaciones

Emisor

Largo Plazo en escala nacional	BBB(arg)
Corto Plazo en escala nacional	A3(arg)

Títulos calificados

TDP Clase II por USD 55,412 millones	A-(arg)
TDP Clase III por USD 69,916 millones	A-(arg)
Bono Proveedores Serie 1 por \$ 1.000 millones	BBB(arg)
Bono Proveedores Serie 2 por \$ 998 millones	BBB(arg)
Títulos de Deuda Pública (TDP) Clase 1 por \$ 5.219 millones	BBB(arg)

Perspectiva

Estable para calificaciones de largo plazo.

Información Financiera

Provincia de Mendoza	31 Dic 2016	31 Dic 2015
Ingresos Operativos (\$mill)	48.643	35.906
Deuda Consolidada (\$mill)	26.319	14.590
Balance Operativo/ Ingresos Operativos (%)	4,3	(4,0)
Servicio de Deuda/ Ingresos Corrientes (%)	11,2	8,6
Deuda/ Balance Corriente (x)	(24,3)	(5,9)
Balance Operativo/ Intereses Pagados (x)	0,7	(1,4)
Gasto de Capital/ Gasto Total (%)	5,5	7,2
Balance Presupuestario/ Ingresos Totales (exc. Nueva Deuda) (%)	(6,1)	(13,4)
Balance Corriente/ Gasto de Capital (%)	(37,1)	(79,2)
Gasto Total: incluye amortizaciones de deuda		
Fuente: Provincia de Mendoza		

Analistas

Analista Principal

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

Analista Secundario

Cintia Defranceschi
 Director
 +54 11 5235-8143
cintia.defranceschi@fixscr.com

Responsable del Sector

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

Factores relevantes de la calificación

Calidad y flujo de la información: FIX considera que existen falencias en los procesos de información regular de la Provincia y ciertas diferencias materiales respecto a las distintas fuentes de información suministrada, por lo que la calificadora monitoreará la evolución del flujo de la información y la solvencia técnica de la misma. FIX reprocesó la información correspondiente al período 2012-2016 en base a los datos de ejecución presupuestaria del Ministerio de Hacienda y Finanzas, registrándose cambios no significativos para el rango de calificación existente.

Mejora en el desempeño presupuestario, aunque en promedio débiles y volátiles: al cierre de 2016, el margen operativo fue del 4,3% donde FIX entiende que la mejora interanual está vinculada a factores endógenos de la Provincia de Mendoza (MZA) que impulsaron la recaudación propia, con un crecimiento de los ingresos operativos del 35,5%, mientras los gastos operativos se expandieron un 24,7%, con una desaceleración en el gasto en personal (+22,7%). En el período 2012-2016 MZA presentó un margen operativo débil y volátil que impactó en las mayores necesidades de endeudamiento. En 2015, registró un importante deterioro en el margen operativo, siendo deficitario del 4,0%. Para 2017, el presupuesto estimaba alcanzar un ahorro operativo del 1,8%. FIX estima que la meta podría haber sido superada ya que registraba al tercer trimestre un ahorro operativo de 13%, contra un 11,5% a igual período de 2016.

Moderada inflexibilidad en el gasto: MZA tiene presiones por el lado del gasto en personal. En 2012 este gasto implicaba el 59,9% de los ingresos operativos, indicador que se elevó a 65,1% en 2015, y se redujo al 58,9% en 2016. Para 2017, MZA estimaba que este gasto implicaría el 57,6% de los ingresos operativos presupuestados. FIX entiende coincide en sus estimaciones.

Adecuada capacidad de pago: el nivel de apalancamiento de MZA mantiene una tendencia creciente y superior al consolidado provincial. El nivel de deuda pública sobre ingresos corrientes se incrementó desde el 33,5% en 2014 al 53,5% en 2016. Según el Presupuesto 2017, el stock de deuda sobre ahorro operativo sería de 28,1x (veces). Al cierre de 2016 el perfil de vencimientos de corto plazo y márgenes débiles repercutían en una ajustada capacidad de pago, pero la sensible suba del ahorro operativo, repercutió en una sustancial mejora de la misma. Asimismo, al 30/09/2017 MZA contaba con disponibilidades suficientes para cumplir con el 96,3% de los servicios de deuda restantes de 2017 y 2018. En junio del 2017 logró la emisión de \$ 5.218 millones a 48 meses y los utilizó para el pago de la totalidad de los servicios de deudas restantes del ejercicio 2017 mejorando así el perfil de vencimientos de deuda de la Provincia. Asimismo, parte de los fondos serán utilizados para financiar ciertos proyectos de infraestructura.

Composición de la deuda: la deuda de MZA se concentraba al 31/12/2016 en un 52,7% en moneda extranjera; siendo alta exposición al riesgo cambiario. Esta comenzó a incrementarse durante 2016, ya que en 2015 registraba un nivel del 41,1%. Este incremento fue consecuencia de la emisión por USD 500 millones que realizó la provincia durante 2016. Luego de la emisión de \$ 5.218 millones en junio del 2017, la exposición en moneda extranjera se redujo sensiblemente, alcanzando al 42,7% al 30/09/2017.

Adecuada situación de liquidez: a fines de 2015, el stock de disponibilidades era de \$1.238 millones, monto que se incrementó significativamente al cierre de 2016. La emisión de \$ 5.218 millones en junio del 2017 reforzó la situación de liquidez, contando con disponibilidades

FIX ha reprocesado la información para el período 2012-2016 en base a lo publicado en la web por el Ministerio de Hacienda y Finanzas de la Provincia confeccionados bajo la Ley de Responsabilidad Fiscal.

suficientes para cumplir 9.7x con la deuda flotante o afrontar casi la totalidad de los vencimientos de deuda restantes de 2017 y 2018.

Autonomía fiscal superior a la media provincial: MZA cuenta con una alta participación de los ingresos propios en el total de los ingresos operativos (46,4% en el 2015 y 49,3% en 2016), dada por la creciente dinámica del impuesto sobre los Ingresos Brutos y las regalías de hidrocarburos.

Sensibilidad de las calificaciones

Desempeño presupuestario, endeudamiento y refinanciación: la incapacidad de la Provincia para refinanciar su deuda con impacto en los niveles de liquidez, junto con la debilidad de los márgenes operativos podrían presionar las calificaciones a la baja.

Disciplina fiscal y financiamiento de largo plazo: de lograr un margen operativo positivo y estable y extender su perfil de vencimiento de la deuda, podrían implicar una revisión de las calificaciones a la suba en el mediano plazo.

Anexo A

Provincia de Mendoza

Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

\$ Millones	2012	2013	2014	2015	2016	9m 2016	9m 2017
Impuestos (incluye Coparticipación de Impuestos)	11.692,1	16.146,1	22.298,1	29.593,5	39.179,0	28.553,2	38.069,1
Otras transferencias Corrientes recibidas	676,0	895,8	1.604,8	2.049,2	2.151,9	1.375,0	2.054,3
Regalías, tasas, derechos, otros ingresos no tributarios	2.644,5	2.681,7	3.743,8	4.263,5	7.311,9	5.277,1	7.141,0
Ingresos Operativos	15.012,6	19.723,5	27.646,7	35.906,2	48.642,9	35.205,3	47.264,4
Gastos operativos	-15.033,9	-19.925,8	-26.567,1	-37.342,3	-46.552,5	-31.141,0	-41.127,7
Balance Operativo	-21,3	-202,3	1.079,5	-1.436,1	2.090,4	4.064,3	6.136,7
Intereses cobrados	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Intereses pagados	-208,0	-462,8	-706,4	-1.039,6	-3.173,7	-1.268,8	-1.853,9
Balance Corriente	-229,3	-665,1	373,2	-2.475,8	-1.083,3	2.795,5	4.282,9
Ingresos de capital	370,3	467,2	732,1	695,7	978,6	749,5	1.049,0
Gasto de capital	-1.089,9	-1.230,8	-1.663,5	-3.127,6	-2.919,3	-1.633,6	-2.784,4
<i>Balance de capital</i>	<i>-719,6</i>	<i>-763,6</i>	<i>-931,4</i>	<i>-2.431,9</i>	<i>-1.940,7</i>	<i>-884,0</i>	<i>-1.735,3</i>
Balance Financiero	-948,9	-1.428,7	-558,2	-4.907,6	-3.024,1	1.911,5	2.547,6
Nueva deuda	539,4	1.255,1	920,6	749,4	15.149,5	9.906,9	7.768,8
Amortización de deuda y disminución otros pasivos	-336,6	-425,4	-1.127,8	-2.101,9	-6.981,5	-1.968,4	-2.538,9
<i>Endeudamiento neto: aumento, (disminución)</i>	<i>202,8</i>	<i>829,7</i>	<i>-207,3</i>	<i>-1.352,5</i>	<i>8.168,1</i>	<i>7.938,4</i>	<i>5.229,9</i>
Resultado Final	-746,1	-599,0	-765,5	-6.260,1	5.144,0	9.849,9	7.777,4
DEUDA							
Corto Plazo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Largo Plazo	5.819,6	7.587,4	9.251,6	14.590,0	26.318,8	24.620,0	32.740,0
Deuda Directa	5.819,6	7.587,4	9.251,6	14.590,0	26.318,8	24.620,0	32.740,0
+ Deuda cuasi directa	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Riesgo Directo	5.819,6	7.587,4	9.251,6	14.590,0	26.318,8	24.620,0	32.740,0
- Liquidez ^a	282,8	84,4	-101,1	1.237,8	6.493,5	6.082,1	9.728,8
Riesgo Directo Neto	5.536,8	7.503,0	9.352,7	13.352,2	19.825,2	18.537,9	23.011,2
Garantías y otras deudas contingentes	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda neta indirecta (entes públicos exc. garantías)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Riesgo Final Neto	5.536,8	7.503,0	9.352,7	13.352,2	19.825,2	18.537,9	23.011,2
Datos sobre Riesgo Directo							
% moneda extranjera	38,2	54,1	51,0	41,1	52,7	56,39	42,71
% no bancaria	56,9	64,9	60,2	39,3	65,3	64,06	69,11
% tasa de interés fija	61,9	69,1	60,0	36,9	54,5	56,43	45,82

^a se consideran solo los fondos propios.

Fuente: Elaboración FIX sobre la base de la información proporcionada por la Provincia de Mendoza.

Anexo B

Provincia de Mendoza

Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

	2012	2013	2014	2015	2016	9m 2016	9m 2017
Ratios de Desempeño Presupuestario							
Balance operativo/Ingresos operativos (%)	-0,14	-1,03	3,90	-4,00	4,30	11,54	12,98
Balance corriente/Ingresos Corrientes ^a (%)	-1,53	-3,37	1,35	-6,90	-2,23	7,94	9,06
Balance financiero/Ingresos totales ^b (%)	-6,17	-7,08	-1,97	-13,41	-6,09	5,32	5,27
Resultado final/Ingresos totales (%)	-4,85	-2,97	-2,70	-17,10	10,37	27,40	16,10
Balance Financiero/PBG (%)	-1,12	-1,35	-0,40	-2,85	n.d.	n.d.	n.d.
Crecimiento de ingresos operativos (variación % anual)	37,30	31,38	40,17	29,88	35,47	n.d.	34,25
Crecimiento de gasto operativo (variación % anual)	38,25	32,54	33,37	40,56	24,66	n.d.	32,07
Crecimiento de balance corriente (variación % anual)	75,42	190,11	-156,62	-763,43	-56,24	n.d.	53,20
Ratios de Deuda							
Crecimiento de deuda directa (variación % anual)	11,00	23,30	17,99	36,59	44,96	n.d.	24,80
Intereses pagados/Ingresos operativos (%)	1,39	2,35	2,55	2,90	6,52	3,60	3,92
Balance operativo/Intereses pagados (x)	-0,10	-0,44	1,53	-1,38	0,66	3,20	3,31
Servicios de deuda directa/Ingresos corrientes (%)	3,63	4,50	6,63	8,75	11,18	9,20	9,29
Servicios de deuda directa/Balance operativo (%)	-2559,1	-439,09	169,90	-218,75	260,24	79,65	71,58
Deuda Directa/Ingresos operativos (%)	38,76	38,47	33,46	40,63	54,11	52,45	51,95
Riesgo Directo/Ingresos corrientes (%)	38,76	38,47	33,46	40,63	54,11	52,45	51,95
Deuda directa/Balance corriente (x)	-25,38	-11,41	24,79	-5,89	-24,29	6,61	5,73
Riesgo directo/Balance corrientes (x)	-25,38	-11,41	24,79	-5,89	-24,29	6,61	5,73
Riesgo final neta/Ingresos corrientes (%)	36,88	38,04	33,83	37,19	40,76	39,49	36,51
Deuda directa/PBG (%)	6,88	7,18	6,67	8,47	n.d.	n.d.	n.d.
Deuda directa per capita (\$)	3.348	4.366	5.323	8.395	15.143	14.166	18.838
Ratio de Ingresos							
Ingresos operativos/Ingresos operativos presupuestados	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Impuestos/Ingresos operativos (%)	77,88	81,86	80,65	82,42	80,54	81,10	80,54
Impuestos locales/Ingresos operativos (%)	38,90	43,22	43,79	41,89	42,58	42,79	42,35
Transferencias corrientes/Ingresos operativos (%)	4,50	4,54	5,80	5,71	4,42	3,91	4,35
Ingresos operativos/Ingresos totales ^b (%)	97,59	97,69	97,42	98,10	98,03	97,92	97,83
Ingresos totales ^b per capita (\$)	8.851	11.617	16.328	21.060	28.551	20.687	27.798
Ratios de Gasto							
Gasto operativo/Gasto operativo presupuestado (%)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Gasto en personal/Gasto operativo (%)	59,81	60,46	61,27	62,59	61,60	63,87	60,32
Transferencias Corrientes realizadas/Gasto operativo (%)	27,36	26,52	26,96	25,53	26,44	26,70	27,98
Gasto de capital/Gasto de capital presupuestado (%)	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Gasto de capital/Gasto total ^c (%)	6,54	5,58	5,53	7,17	4,90	4,54	5,76
Gasto de capital/PBG (%)	1,29	1,16	1,20	1,81	n.d.	n.d.	n.d.
Gasto total per capita (\$)	9.591	12.684	17.299	25.093	34.308	20.720	27.793
Financiamiento de Gasto de Capital							
Balance corriente/Gasto de capital (%)	-21,03	-54,04	22,43	-79,16	-37,11	171,13	153,82
Ingresos de capital/Gasto de capital (%)	33,97	37,96	44,01	22,24	33,52	45,88	37,68
Endeudamiento neto/Gasto de capital (%)	18,61	67,41	-12,46	-43,24	279,79	485,96	187,83

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

^a incluye intereses cobrados

^b excluye nueva deuda

^c incluye amortizaciones de deuda

Fuente: Elaboración FIX sobre la base de la información proporcionada por la Provincia de Mendoza.

Anexo C. Instrumentos de Deuda

En la siguiente tabla se presenta el detalle de los Títulos Públicos emitidos por Mendoza y vigentes al 30/09/2017.

Tabla 1: Títulos de Deuda y Letras

Instrumento	Monto	Emisión	Vto.	Saldo (30/09/2017)	Tasa	Amortización
TDP Clase II*	USD 55.412.000*	30/10/2013	30/10/2018	USD 16.291.128	2,75%/Pagos Trimestrales	17 pagos trimestrales a partir del 30/10/2014
TDP Clase III*	USD 69.916.000*	18/12/2013	18/12/2018	USD 20.555.304	2,75%/Pagos Trimestrales	17 pagos trimestrales a partir del 18/12/2014
Bono Proveedores Serie 1	AR 1.000.000.000	01/02/2016	01/08/2018	AR 498.982.120	Badlar/Pagos Semestrales	4 cuotas semestrales a partir del mes 12.
Bono Proveedores Serie 2	AR 998.000.000	01/05/2016	01/11/2018	AR 527.162.150	Badlar/Pagos Semestrales	4 cuotas semestrales a partir del mes 12.
Títulos de Deuda Pública (TDP) Clase 1	AR 5.218.752.500	09/06/2017	09/06/2021	AR 5.218.752.500	Badlar + 4,375% / Pagos Trimestrales	Al vencimiento

* Los instrumentos de deuda fueron integrados en pesos al tipo de cambio estipulado en el suplemento de colocación y los servicios de deuda también serán pagaderos en pesos al tipo de cambio aplicable en cada fecha de pago.

Clase II y III. Títulos de Deuda Garantizado con Coparticipación Federal (TD)

Emisor: Provincia de Mendoza.

Moneda: los TD están denominados en dólares estadounidenses, aunque fueron suscriptos e integrados en pesos, como así también el pago de los intereses y la amortización del capital también se realiza en pesos al tipo de cambio definido en los documentos de emisión.

Garantía: los TD están garantizados por la cesión fiduciaria en garantía y con aplicación directa al pago de los derechos de la Provincia sobre los fondos de coparticipación federal de impuestos que le corresponden en virtud del Régimen de Coparticipación Federal.

Eventos de Incumplimiento: los TD cuentan con ciertos eventos de incumplimiento que, entre otros, incluyen la falta de pago de capital e intereses de los mismos, el incumplimiento de otras obligaciones de pago de la Provincia, el no cumplimiento o debida observación de cualquier compromiso, término u obligación incluida en los documentos de la transacción, entre otros.

Objetivo: fondos destinados a cubrir los servicios de amortización de capital e intereses de la deuda pública provincial.

Legislación: bajo la Ley argentina.

Estructura y niveles de Cobertura

Según lo estipulado en el Contrato del Fideicomiso en Garantía, la coparticipación comenzará a retenerse por orden del Deutsche Bank S.A. (Fiduciario), mediante notificación al Banco de la Nación (Agente de Retención), en función a un cronograma de pago teórico estipulado en los documentos, el cual puede ser modificado acorde a la evolución del tipo de cambio. La cuenta de cobranza deberá contar con los siguientes saldos mínimos:

Durante el Periodo de Gracia: 1,5x el equivalente en pesos al monto de pago programado calculado al tipo de cambio inicial o, en caso de ocurrir una variación en el tipo de cambio mensual superior al 10% en la respectiva fecha de cálculo en la que ocurrió dicha variación.

Durante el Periodo de Repago de Capital: 1,25x el equivalente en pesos al monto de pago programado calculado al tipo de cambio inicial o, en caso de ocurrir una variación en el tipo de cambio mensual superior al 10% en la respectiva fecha de cálculo en la que ocurrió dicha variación hasta la efectiva cancelación de los TD.

La Provincia notificó de modo incondicional e irrevocable, con anterioridad a la fecha de emisión, la cesión de los Fondos Coparticipables Cedidos al Ministerio de Economía y Finanzas Públicas de la Nación y al Agente de Pago de la Coparticipación mediante escribano público conforme lo establece el Contrato de Fideicomiso con fines de Garantía. La notificación implica una instrucción irrevocable para que el Agente de Pago de la Coparticipación transfiera y pague en forma directa, por cuenta y orden de la Provincia a la Cuenta de Cobranza los montos correspondientes a los Fondos Coparticipables Cedidos.

La notificación dirigida al Agente de Pago de la Coparticipación antes mencionada incluirá un cronograma indicando, entre otros, (i) el mes en que corresponde que se realice cada una de las transferencias; (ii) el monto de pago programado; (iii) el equivalente en pesos del monto de pago programado al tipo de cambio inicial; (iv) el monto total mensual de los Fondos Coparticipables Cedidos que el

Agente de Pago de la Coparticipación transferida a la Cuenta de Cobranza según vaya recibiendo dichos fondos del Gobierno Nacional; y (iv) montos correspondientes al Fondo de Reserva calculados al tipo de cambio inicial.

Seguimiento del Bono

A la fecha del presente informe de calificación se abonaron dieciséis servicios de intereses bajo los TD Clase II y 13 pagos de capital, y quince servicios de intereses del Clase III y 12 pagos de capital.

Se analizaron todos los TDP vigentes y se concluye que los niveles de cobertura de los servicios en conjuntos son holgados. Esto sumado al mecanismo de la garantía de retención y pago permite que la calificación de los TDP MZA se desprendan 2 escalones por encima del riesgo emisor. A su vez, MZA cuenta con un bajo grado de afectación de coparticipación para el repago de los compromisos. Sin embargo se monitoreará la evolución de la coparticipación afectada para el repago de futuras deudas que pudiera impactar en las coberturas disponibles para estos títulos.

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 18 de enero de 2018 confirmó las siguientes calificaciones de la Provincia de Mendoza:

Detalle	Calificación Actual	Perspectiva Actual	Calificación Anterior	Perspectiva Anterior
Endeudamiento de Largo Plazo	BBB(arg)	Estable	BBB(arg)	Estable
Endeudamiento de Corto Plazo	A3(arg)	No aplica	A3(arg)	No aplica
TDP Clase II por USD 55,412 millones	A-(arg)	Estable	A-(arg)	Estable
TDP Clase III por USD 69,916 millones	A-(arg)	Estable	A-(arg)	Estable
Bono Proveedores Serie 1 por \$ 1.000 millones	BBB(arg)	Estable	BBB(arg)	Estable
Bono Proveedores Serie 2 por \$ 998 millones	BBB(arg)	Estable	BBB(arg)	Estable
Títulos de Deuda Pública (TDP) Clase 1 por \$ 5.219 millones.	BBB(arg)	Estable	BBB(arg)	Estable

Categoría A(arg): “A” nacional implica una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de repago en tiempo y forma en un grado mayor que para aquellas obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

Categoría BBB(arg): “BBB” nacional implica una adecuada calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas tienen una mayor probabilidad de afectar la capacidad de pago en tiempo y forma que para obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

Categoría A3(arg): Indica una adecuada capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Sin embargo, dicha capacidad es más susceptible en el corto plazo a cambios adversos que los compromisos financieros calificados con categorías superiores.

Nota: Los signos “+” o “-” son añadidos a una calificación nacional para mostrar 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 Mendoza de carácter privado a junio de 2017 y la siguiente información pública:

- Ejecuciones Presupuestarias y stock de deuda para el período 2012-2016 y parciales al tercer trimestre 2016 y 2017.
- Presupuesto 2017.
- Detalle de ingresos y egresos de la Provincia.
- Stock de Deuda para el período 2012-2016 y parciales 2017.
- Estadísticas sobre indicadores socio-económicos.

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 dicha información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación y obtiene verificación 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 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, 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.