

Provincia de San Juan

Informe de Actualización

Calificaciones

Emisor

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

Perspectiva

Negativa para calificaciones de largo plazo.

Información Financiera

Provincia de San Juan	31 Dic 2017	31 Dic 2018
Ingresos Operativos (\$ millones)	31.035	42.900
Deuda (\$ millones)	7768,6	11.082
Balance Operativo/ Ingresos Operativos (%)	19,3	18,3
Servicio de Deuda/ Ingresos Corrientes (%)	3,3	8,1
Deuda/ Balance Corriente (x)	1,3	1,4
Balance Operativo/ Intereses Pagados (x)	16,2	14,4
Gasto de Capital/ Gasto Total (%)	29,3	30,3
Balance Financiero/ Ingresos Totales (exc. Nueva Deuda (%))	6,0	2,6

Informes relacionados

[Perspectiva sub-soberanos, Sept 17, 2019](#)

Analistas

Analista Principal

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

Analista Secundario

Carlos García Girón
 Director Asociado
 +54 11 5235-8114
carlos.garcia@fixscr.com

Responsable del Sector

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

Factores Relevantes de la Calificación

Cambio de perspectiva: FIX revisa a 'Negativa' desde 'Estable' la perspectiva de las calificaciones de la Provincia de San Juan (PSJ) en concordancia con la perspectiva 'Negativa' del sector sub-soberanos de Argentina. Se espera que el sector continúe operando en un entorno económico adverso, con mayor caída del nivel de la actividad, altos niveles de inflación, fuerte devaluación del peso y regulaciones cambiarias que resultan en un incremento del riesgo de refinanciación producto del cierre de los mercados voluntarios de crédito, mayor costo financiero, menor plazo y previsibilidad de asistencia del Gobierno Nacional (ver informe relacionado).

Confirmación y retiro de la calificación: FIX confirma y retira las calificaciones de la PSJ debido a la no renovación del contrato de calificación por parte del emisor.

Muy buenos márgenes operativos: a pesar de una tendencia a la reducción del margen operativo, los mismos se mantienen en niveles muy robustos, en 2018 fue de 18,3% mientras que en 2017 de 19,3% y el presupuesto 2019 estima alcance el 14,9%. Al cierre del segundo trimestre 2019, el margen operativo disminuyó interanualmente (20,5% desde el 27,2%), explicado por la negativa evolución de los ingresos operativos (46,4%) por encima del crecimiento de los gastos (59,9%).

Moderada flexibilidad presupuestaria: en 2018 la reducción del margen operativo fue acompañada por un incremento en la rigidez del gasto, aunque FIX entiende se mantiene en niveles razonables. El gasto operativo pasó de representar el 80,7% de los ingresos operativos en 2017 al 81,7% en 2018. El gasto en personal representa el 44,3% de los ingresos operativos en 2018, pero compara favorablemente contra el consolidado provincial (46,7%). Al 30.06.2019 dicho indicador se encuentra en 45% y FIX estima que cerrará el año en niveles ligeramente superiores al 2018 producto de la inflación del año en curso y la activación de la cláusula gatillo.

Autonomía financiera media: al igual que la mayoría de las provincias argentinas, presenta una dependencia de los ingresos federales automáticos que afecta su flexibilidad financiera. 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. En 2018 los ingresos locales representaron un 31,6% de los ingresos operativos.

Bajo nivel de endeudamiento: al 30.06.2019 el stock de deuda alcanzó los \$ 14.385,2 millones, un 42,5% superior al mismo período del 2018 producto de la devaluación del peso que impacta en la deuda denominada en moneda extranjera (48,7% del total en el segundo trimestre 2019). El 47,4% de la deuda fue contraída con el Estado Nacional, considerado un acreedor amigable. En 2018 la deuda directa de la PSJ ascendió a \$ 11.082,3 millones, equivalente a un bajo 23,0% de los ingresos corrientes y 1,4x (veces) del ahorro operativo. El 15.09.2019 la PSJ procedió al pago de USD 12.168.000, correspondiente a la quinta y última cuota del bono del bono garantizado por el gobierno nacional.

Muy buena liquidez: al cierre de 2018 los saldos líquidos de la PSJ permitieron cubrir más de 4,9x la deuda flotante, que se ha mantenido en un bajo nivel de 16,5 días del gasto primario. En 2018 recibió los Bonos del Consenso Fiscal por \$ 3.919 millones, amortizables en 125 cuotas mensuales, que brindarán un mayor flujo de ingresos corrientes.

Sensibilidad de las Calificaciones

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 nuevas adecuaciones a la normativa vigente en materia cambiaria y mayores niveles de regulación. La perspectiva del sector podría ser revisada a 'Estable' de mejorar las condiciones del entorno operativo y que las mismas sean sustentables en el tiempo.

\$ Millones	2014	2015	2016	2017	2018	6m 2018	6m 2019
Impuestos (incluye Coparticipación de Impuestos)	12275,6	16641,0	21140,0	28.345,0	38.822,2	18.243,8	26.864,7
Otras transferencias Corrientes recibidas	484,5	556,4	727,1	1.071,0	1.830,8	362,0	440,1
Regalías, tasas, derechos, otros ingresos nc tributarios	880,3	970,3	1387,7	1.619,6	2.244,3	1.160,1	1.630,9
Ingresos Operativos	13640,4	18167,8	23254,8	31.035,6	42.897,2	19.765,8	28.935,6
Gastos operativos	(10.308,4)	(13.898,9)	(19.070,4)	(25.046,8)	(35.055,8)	(14.389,7)	(23.008,3)
Balance Operativo	3332,0	4268,9	4184,4	5.988,8	7.841,4	5.376,1	5.927,3
Intereses cobrados	1203,8	1932,5	3763,5	3.806,3	5.324,9	2.066,4	3.674,8
Intereses pagados	(44,7)	(58,3)	(92,7)	(368,1)	(541,5)	(224,4)	(354,9)
Balance Corriente	4491,1	6143,1	7855,3	9.427,0	12.624,7	7.218,1	9.247,2
Ingresos de capital	1135,0	1368,8	2761,2	3.651,3	4.231,4	1.317,1	1.636,1
Gasto de capital	(3068,8)	(4799,6)	(7119,6)	(10.522,7)	(15.496,8)	(5.145,6)	(8.036,2)
<i>Balance de capital</i>	<i>(1933,7)</i>	<i>(3430,9)</i>	<i>(4358,4)</i>	<i>(6.871,4)</i>	<i>(11.265,4)</i>	<i>(3.828,5)</i>	<i>(6.400,2)</i>
Balance Financiero	2557,4	2712,2	3496,9	2.555,6	1.359,3	3.389,6	2.847,0
Nueva deuda	314,1	797,3	1810,7	1.569,8	3.803,7	1.647,2	3.072,5
Amortización de deuda	(340,5)	(409,3)	(640,5)	(789,8)	(3.343,6)	(425,4)	(777,1)
<i>Endeudamiento neto: aumento, (disminución)</i>	<i>(26,5)</i>	<i>388,0</i>	<i>1170,2</i>	<i>780,0</i>	<i>460,0</i>	<i>1.221,9</i>	<i>2.295,4</i>
Resultado Final	2530,9	3100,2	4667,1	3.335,6	1.819,3	4.611,5	5.142,4
DEUDA							
Corto Plazo	-	-	-	-	-	-	-
Largo Plazo	3.311,5	3.757,9	4.582,9	7.768,6	11.082,3	10.092,3	14.385,2
Deuda Directa	3.311,5	3.757,9	4.582,9	7.768,6	11.082,3	10.092,3	14.385,2
+ Deuda cuasi directa	-	-	-	-	-	-	-
Riesgo Directo	3.311,5	3.757,9	4.582,9	7.768,6	11.082,3	10.092,3	14.385,2
- Liquidez	6.260,4	8.072,1	11.217,5	12.810,9	11.289,6	n.d	n.d-
Riesgo Directo Neto	(2.948,9)	(4.314,2)	(6.634,6)	(5.042,3)	(207,2)	10.092,3	14.385,2
Garantías y otras deudas contingentes	-	-	-	-	-	-	-
Deuda neta indirecta (entes públicos exc. garantías)	-	-	-	-	-	-	-
Riesgo Final Neto	(2.948,9)	(4.314,2)	(6.634,6)	(5.042,3)	(207,2)	10.092,3	14.385,2
Datos sobre Riesgo Directo							
% moneda extranjera	46,6	57,1	51,1	35,6	50,1	40,9	48,7
% no bancaria	64,9	56,5	62,7	71,9	54,0	63,3	51,3
% tasa de interés fija	99,5	99,7	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

º 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 2014-2018 y provisorias al segundo trimestre 2018-2019).

	2014	2015	2016	2017	2018	6m 2018	6m 2019
Ratios de Desempeño Presupuestario							
Balance operativo/Ingresos operativos ()	24,4	23,5	18,0	19,3	18,3	27,2	20,5
Balance corriente/Ingresos Corrientes ^a ()	30,3	30,6	29,1	27,1	26,2	33,1	28,4
Balance financiero/Ingresos totales ^b ()	16,0	12,6	11,7	6,6	2,6	14,6	8,3
Resultado final/Ingresos totales ()	15,8	14,4	15,7	8,7	3,5	19,9	15,0
Crecimiento de ingresos operativos (variación anual)	62,7	33,2	28,0	33,5	38,2	n.a.	46,4
Crecimiento de gasto operativo (variación anual)	72,7	34,8	37,2	31,3	40,0	n.a.	59,9
Crecimiento de balance corriente (variación anual)	62,3	36,8	27,9	20,0	34,0	n.a.	28,1
Ratios de Deuda							
Crecimiento de deuda directa (variación anual)	0,00	13,48	21,95	69,51	42,66	n.a.	42,54
Intereses pagados/Ingresos operativos ()	0,33	0,32	0,4	1,2	1,3	1,1	1,2
Balance operativo/Intereses pagados (x)	74,59	73,17	45,16	16,27	14,49	23,96	16,70
Servicios de deuda directa/Ingresos corrientes ()	2,60	2,33	2,7	3,3	8,1	3,0	3,5
Servicios de deuda directa/Balance operativo ()	11,56	10,96	17,5	19,3	49,5	12,1	19,1
Deuda Directa/Ingresos operativos ()	22,31	18,70	16,96	22,30	22,98	23,11	22,06
Riesgo Directo/Ingresos corrientes ()	22,31	18,70	17,0	22,3	23,0	23,1	22,1
Deuda directa/Balance corriente (x)	0,74	0,61	0,58	0,82	0,88	0,70	0,78
Riesgo directo/Balance corrientes (x)	0,74	0,61	0,58	0,82	0,88	0,70	0,78
Riesgo final neta/Ingresos corrientes ()	-19,9	-21,5	-24,6	-14,5	-0,4	23,1	22,1
Deuda directa/PBG ()	49,97	56,38	69,57	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Deuda directa per capita (\$)	4.587,7	5.145,0	6.201,9	10.393,0	14.659,3	13.349,7	18.817,4
Ratio de Ingresos							
Ingresos operativos/Ingresos operativos presupuestados()	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
puestos/Ingresos operativos ()	89,99	91,60	90,9	91,3	90,5	92,3	92,8
Impuestos locales/Ingresos operativos ()	15,02	14,36	14,3	14,6	14,0	14,4	14,5
Transferencias corrientes/Ingresos operativos ()	3,55	3,06	3,1	3,5	4,3	1,8	1,5
Ingresos operativos/Ingresos totales ^b ()	85,36	84,62	78,1	80,6	81,8	85,4	84,5
Ingresos totales ^b per capita (\$)	22.137,1	29.393,2	40.299,3	51.496,8	69.387,5	61.242,3	89.595,9
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 ()	59,76	58,97	60,4	56,8	54,2	58,9	56,6
Transferencias Corrientes realizadas/Gasto operativo ()	23,93	24,35	23,4	24,9	25,5	23,4	25,9
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 ()	22,30	25,04	26,4	28,7	28,5	25,5	25,0
Gasto de capital/PBG ()	46,30	72,00	108,08	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Gasto total per capita (\$)	19.066,0	26.240,3	36.433,8	49.134,4	72.008,3	53.400,2	84.180,6
Financiamiento de Gasto de Capital							
Balance corriente/Gasto de capital ()	146,35	127,99	110,3	89,6	81,5	140,3	115,1
Ingresos de capital/Gasto de capital ()	36,99	28,52	38,8	34,7	27,3	25,6	20,4
Endeudamiento neto/Gasto de capital ()	-0,86	8,08	16,4	7,4	3,0	23,7	28,6

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 2014-2018, y provisorias al segundo trimestre 2018-2019).

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 **23 de Septiembre de 2019**, confirmó y retiró las calificaciones vigentes de la provincia de San Juan que se detallan a continuación. FIX revisa a 'Negativa' desde 'Estable' la perspectiva de la calificación de la PSJ en concordancia con la perspectiva Negativa del sector sub-soberanos de la Argentina. Las mismas son retiradas debido a la no renovación del contrato de calificación por parte del emisor.

Concepto / Título	Calificación Actual	Perspectiva Actual	Calificación anterior	Perspectiva anterior
Emisor de Largo Plazo	AA(arg)	Negativa	AA(arg)	Estable
Emisor de Corto Plazo	A1+(arg)	NA	A1+(arg)	NA

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 segundo trimestre del 2019 y la siguiente información pública:

- Ejecuciones Presupuestarias y stock de deuda para el período 2014-2018 disponible en <http://www.cgp.sanjuan.gov.ar>
Información al segundo trimestre 2019 disponible en www.hacienda.sanjuan.gov.ar
- Presupuesto aprobado del año 2019 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.