

Provincia de Mendoza

Informe Integral

Calificaciones

Emisor

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

Títulos calificados

Títulos de Deuda Pública (TDP) Clase 1 por \$ 5.219 millones	BBB(arg)
--	----------

Perspectiva

Negativa para calificaciones de largo plazo.

Información Financiera

Provincia de Mendoza	31 Dic 2017 P	31 Dic 2018 P
Ingresos Operativos (\$mill)	65.697	91.034
Deuda Consolidada (\$mill)	33.134	48.062
Balance Operativo/ Ingresos Operativos (%)	5,7	15,4
Servicio de Deuda/ Ingresos Corrientes (%)	12,0	11,3
Deuda/ Balance Corriente (x)	(110,9)	6,6
Balance Operativo/ Intereses Pagados (x)	0,9	2,1
Gasto de Capital/ Gasto Total (%)	6,8	10,3
Balance Presupuestario/ Ingresos Totales (exc. Nueva Deuda) (%)	(6,1)	(1,6)
Balance Corriente/ Gasto de Capital (%)	(5,8)	72,7
Gasto Total: incluye amortizaciones de deuda		
Fuente: Provincia de Mendoza P – Provisorio.		

Informes relacionados

[Perspectiva del sector de sub-soberanos, Sep. 17, 2019](#)

Analistas

Analista Principal

Diego Estrada
Director Asociado
+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 de Mendoza (MZA) y diferencias respecto a las distintas fuentes de información suministrada. FIX monitorea la evolución del flujo de la información y la solvencia técnica de la misma. Para el análisis se utilizó información privada provista por el emisor y ejecuciones presupuestarias provisorias publicadas por el Ministerio de Hacienda y Finanzas, susceptible a ajustes, dado que MZA no cuenta con cuentas de inversión cerradas del período 2014-2018.

Buen desempeño presupuestario: en 2018 el margen operativo fue del 15,4% frente al 5,7% del 2017. Esta mejora se vincula a la superior evolución de ingresos operativos (38,6%), mientras los gastos operativos se expandieron un 24,3%, con una fuerte contención real del gasto en personal (19,2%). FIX estima que el 2019 finalizaría con un margen cercano al 5,5%. Este deterioro se confirma al 30/09/2019, en el que el registró un 14,1% contra el 21,3% alcanzado en igual período de 2018, explicado por la recomposición real del gasto salarial.

Moderada inflexibilidad en el gasto: FIX estima que en 2019 el gasto en personal insumiría el 53,4% de los ingresos operativos proyectados, por encima del registrado en 2018 (48,4%). El deterioro esperado para el presente ejercicio se explica por la activación en enero 2019 de la cláusula gatillo por la inflación acumulada de 2018, y cierta recomposición salarial real en 2019 de la planta vigente en el marco de un año electoral provincial y nacional.

Moderado nivel de endeudamiento con adecuada capacidad de pago: el nivel de deuda pública sobre ingresos corrientes registró en 2018 un 52,8% y 3,4x (veces el ahorro operativo), desde un 50,4% y 8,9x en 2017 respectivamente. FIX estima que en 2019 se podría incrementar hasta el 57,2% de los ingresos corrientes proyectados y 10,4x el ahorro operativo, bajo el supuesto de un tipo de cambio de \$ 70 al cierre del año y contemplando el total del endeudamiento autorizado en el Presupuesto 2019. En 2017 y 2018 se observó una mejora en la capacidad de pago gracias a una sensible suba del ahorro operativo. FIX estima para 2019 cierto deterioro de los indicadores explicado por la baja del margen operativo proyectado.

Adecuada composición de la deuda: al 31/12/2018 un 58% de la deuda se encontraba en moneda extranjera y podría incrementarse al 31/12/2019 hasta el 67,7%; siendo incrementada su exposición al riesgo cambiario desde el 44% en 2017. Esta suba se debe exclusivamente a la variación del tipo de cambio registrada en 2018 y 2019. Este riesgo se encuentra parcialmente mitigado, dado que el 7% de los ingresos corrientes de 2018 y 2019 están vinculados al dólar (regalías). Los ingresos proyectados por regalías para 2019 permiten cubrir 2,8x (veces) los servicios de deuda en dólares del presente ejercicio y se sostendría en un 2,7x en 2020 bajo un escenario de tipo de cambio promedio de \$82,40.

Ajustada liquidez: al 31/12/2018 las disponibilidades eran \$ 6.437 millones, monto levemente mayor a los \$ 6.020 millones registrados al cierre de 2017. Las emisiones de deuda en 2016/2017 y las asistencias del Fondo Fiduciario de Desarrollo Provincial en 2018 permitieron recomponer los ajustados niveles de liquidez. No obstante, al 30/09/2019 los indicadores de liquidez se deterioraron sensiblemente debido al resultado financiero deficitario, tendencia que se sostendría al cierre del presente ejercicio.

Sensibilidad de las calificaciones

Transparencia y consistencia de la Información: una mejora en las prácticas administrativas y el manejo de la transparencia y presentación de la información presupuestaria, podría implicar una revisión de las calificaciones a la suba en el corto/mediano plazo.

Entorno operativo: la calificación del emisor dependerá de la evolución de la flexibilidad fiscal, financiera y sostenibilidad de la deuda en un escenario macroeconómico más adverso como así también del impacto de posibles modificaciones a la normativa cambiaria, hidrocarburífera, y/o en el marco regulatorio. La perspectiva del sector podría ser revisada a 'Estable' de mejorar las condiciones del entorno operativo y que sean sustentables en el tiempo.

Disciplina fiscal y financiamiento de largo plazo: de sostener márgenes operativos robustos y estables, y extender su perfil de vencimiento de la deuda, podrían implicar una revisión de las calificaciones a la suba en el mediano plazo.

Resumen: fortalezas y debilidades

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

Fuente: FIX

Fortalezas:

- Autonomía fiscal superior a la media.
- Mejora en el desempeño presupuestario en 2017/2018, aunque con marcado deterioro en 2019.
- Potencial económico basado en una economía ampliamente diversificada y recursos parcialmente relacionados al dólar, provenientes de la actividad hidrocarburífera.
- Adecuado perfil de vencimientos de deuda, y una composición de la deuda en moneda extranjera estable y con adecuado calce con ingresos correlacionados en dólares.

Debilidades:

- Falencias en los procesos de información regular de la Provincia.
- Moderado, pero creciente nivel de endeudamiento en término del presupuesto provincial.
- Presiones inflacionarias y salariales en el gasto.
- Necesidades de infraestructura que pueden impactar en deuda adicional.
- Sensible deterioro en la posición de liquidez en el último ejercicio.

Marco institucional

Contexto nacional

La Argentina adopta un sistema democrático, representativo, republicano federal, por lo cual las provincias cuentan con autonomía política y económica. 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 impactó en 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 de distribución de recursos Nación-Provincia.

Crterios Relacionados

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

Desde el 2016 se abordaron ciertos problemas estructurales en cuanto a la redistribución de recursos entre Nación y Provincias. El Acuerdo Nación-Provincias determinó la devolución gradual hasta el año 2020 de la retención del 15% de la masa coparticipable con destino al financiamiento del Sistema Nacional de Seguridad Social luego del fallo favorable que tuvieron las Provincias de Córdoba, San Luis y Santa Fe en diciembre de 2015 (en el caso de estas Provincias la devolución fue del 100%). Se determinó la posibilidad de que las provincias puedan tomar deuda con la Nación a fin de compensar la falta de devolución total de los recursos desde el primer año. A partir del 2016 pudieron recibir un crédito de libre disponibilidad otorgado por el Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS), equivalente a 6% del total de la detracción del 15% y en los años 2017 a 2019 por el 3%.

En 2017 la firma del Consenso Fiscal estableció los lineamientos principales para armonizar las estructuras tributarias de las distintas jurisdicciones, eliminar distorsiones históricas en la redistribución de recursos y adoptar medidas para el saneamiento de las cuentas fiscales con la aprobación de una nueva Ley de Responsabilidad Fiscal. Con la asunción del nuevo gobierno a nivel nacional, se firmó el Consenso Fiscal 2019 que suspende por un año la rebaja de alícuotas de IIBB y sellos asumida para 2020, quedando vigentes los topes de 2019. En agosto del 2019 el gobierno de Mauricio Macri tomó medidas transitorias respecto a la eliminación del IVA a los productos básicos y el aumento del piso de ganancias que repercute en la masa coparticipable y en consecuencia en una reducción de los ingresos de los sub-soberanos, tema judicializado por algunas provincias, con fallo a favor pero pendiente su esquema de devolución. El Consenso 2019 acuerda suspender por un año estas causas judiciales. FIX evaluará a futuro los impactos en materia fiscal a nivel de los sub-soberanos.

Por su parte, el Acuerdo de Nación con el FMI en 2018, determinó menores transferencias corrientes discrecionales y de capital desde la Nación a los sub-soberanos, la delegación de responsabilidades sobre subsidios al transporte terrestre y tarifas eléctricas diferenciales, y la eliminación del Fondo Federal Solidario que financiaba la ejecución de la obra pública en subnacionales.

En 2019 FIX considera que en el contexto de recesión económica, la flexibilidad presupuestaria de las jurisdicciones ha sido afectada porque impactó directamente en una desaceleración de los recursos tributarios. A este efecto se sumó la continuidad en la baja de las alícuotas de Ingresos Brutos ("IIBB") en el marco de la armonización de alícuotas del Consenso Fiscal 2017. El Consenso Fiscal 2018 modificó la Ley de Responsabilidad Fiscal por la cual las jurisdicciones cuyo gasto corriente neto de 2018 hubiese variado menos que el Índice de Precios al Consumidor de ese año, podrían incrementar el gasto en el ejercicio fiscal 2019 por encima de la inflación, lo que a opinión de FIX debilita las herramientas legales de los sub-soberanos para una contención real del gasto en el marco de un año electoral, que derivó en un deterioro de los resultados presupuestarios.

Provincia de Mendoza

De acuerdo a la Constitución Provincial, 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 4 años sin la posibilidad de reelección inmediata por un período adicional; luego deberá esperar un mandato completo para poder postularse nuevamente. El gobernador designa a los ministros y secretarios de gobierno. El actual gobernador Rodolfo Suárez fue elegido el 29 de septiembre de 2019 con el 51,67% del total de los votantes por el frente Cambia Mendoza.

El Poder Legislativo provincial está compuesto por dos cuerpos, la Cámara de Senadores, compuesto por 38 miembros y la Cámara de Diputados, integrado por 48 miembros. Los

integrantes de ambas cámaras se eligen por voto popular por un período de 4 años. Pueden ser reelegidos inmediatamente por un período adicional. Actualmente, el frente Cambia Mendoza retiene 19 bancas en el Senado sobre un total de 38, y 25 en Diputados, sobre un total de 48.

Por su parte el Poder Judicial está compuesto por tribunales de primera instancia, cámaras de apelaciones y la Corte Suprema Provincial de Justicia, que tienen competencia en cuestiones civiles, comerciales, administrativas, laborales, de familia y penales dentro del territorio de la Provincia.

La Constitución Provincial establece la existencia de las siguientes reparticiones provinciales: Consejo de la Magistratura, Contaduría General de la Provincia, Tribunal de Cuentas, Tesorería General y Fiscalía de Estado.

A su vez, la Provincia está subdividida en 18 municipios, cuyas autoridades (Intendente y Consejo Deliberante) son elegidas por voto popular y tienen como principales responsabilidades la provisión de servicios locales básicos: alumbrado público, limpieza, pavimentación, entre otros. Los municipios participan de un esquema de redistribución de los recursos provinciales y nacionales con la provincia. El porcentaje que la Provincia transfiere a cada municipio se basa en distintos criterios, tales como la población del municipio, el nivel de desarrollo económico, la cantidad de vehículos registrados y la producción petrolera, con sujeción a un monto mínimo de transferencia sobre la base de la población de cada municipio. La Legislatura de la Provincia determina el porcentaje general de fondos transferidos por la Provincia a los municipios y la porción de esos fondos asignada por la Provincia a cada municipio. Asimismo, la Legislatura de la Provincia puede modificar el porcentaje y la porción de los fondos asignados a cada municipio. La distribución primaria del Régimen se rige por la Ley N° 8.127 sancionada en 2010, que establece que la Provincia participará a los Municipios del 18,8% del producido del Régimen de Coparticipación Federal de Impuestos, Impuestos sobre los Ingresos Brutos, Sellos e Inmobiliario, del 70% de la recaudación del Impuesto sobre los Automotores y del 12% de las regalías petrolíferas, gasíferas y uraníferas.

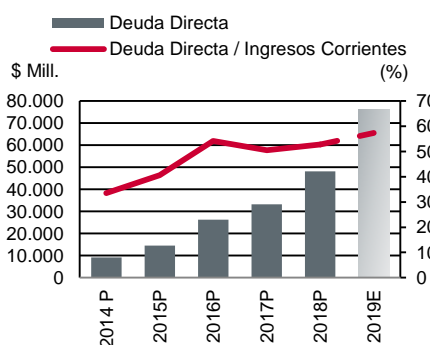
Deuda y liquidez

Deuda

El nivel de deuda pública sobre ingresos corrientes registró en 2018 un 52,8% y 3,4x (veces el ahorro operativo), desde un 50,4% y 8,9x en 2017 respectivamente. FIX estima que al 31/12/2019 se podría incrementar hasta el 57,2% de los ingresos corrientes proyectados y 10,4x el ahorro operativo, bajo el supuesto de un tipo de cambio de \$ 70 al cierre del año y contemplando el total del endeudamiento autorizado en el Presupuesto 2019. En 2017 y 2018 se observó una mejora en la capacidad de pago gracias a una sensible suba del ahorro operativo, pero FIX estima para 2019 cierto deterioro de los indicadores explicado por la baja del margen operativo proyectado.

A diciembre de 2018, la deuda directa ascendió a \$ 48.062 millones, un 45,1% (\$14.927 millones) superior a la registrada para fin del año 2017. Este significativo aumento se explicó fundamentalmente (aproximadamente \$12.000 millones) por la evolución del tipo de cambio, que en dicho período se incrementó en un 101,4%, lo que también indujo a un incremento en la composición de la deuda nominada en moneda extranjera, desde un 44,1% al 58%. Asimismo, la PMZA realizó las siguientes operaciones de endeudamiento: (i) créditos con el Fondo Fiduciario de Desarrollo Provincial por \$3.000 millones, (ii) incremento de la deuda con Anses por \$947 millones, (iii) créditos con el Fondo Fiduciario Federal de Infraestructura Regional (FFIR) por \$ 190 millones, (iv) préstamo con el Banco Nación por \$600 millones, (v) emisión de títulos públicos Bonos Mendoza 2024 por \$718 millones y (vi) \$212 millones en créditos con organismos multilaterales. En este período realizó amortizaciones de capital por \$3.630 millones.

Gráfico 1: Deuda Directa de Mendoza



Fuente: Provincia de Mendoza
 E - Estimado. P - Provisorio.

Al 30/09/2019, la deuda directa ascendió a \$ 70.108 millones, un 45,9% (\$22.046 millones) superior a la registrada para fin del año 2018. Nuevamente, este significativo aumento (aproximadamente \$15.000 millones) se explicó fundamentalmente por la evolución del tipo de cambio, que en dicho período se incrementó en un 52,2%, lo que nuevamente indujo a un incremento en la composición de la deuda nominada en moneda extranjera, desde un 58% al 60,4%. Adicionalmente, la PMZA realizó las siguientes operaciones de endeudamiento: (i) créditos con el Fondo Fiduciario de Desarrollo Provincial por \$3.000 millones, (ii) incremento de la deuda con Anses por \$1.915 millones, (iii) créditos con el Fondo Fiduciario Federal de Infraestructura Regional (FFIR) por \$ 152 millones, (iv) préstamo con el Banco Nación por \$600 millones, (v) emisión de títulos públicos Bonos Mendoza 2024 por \$486 millones y (vi) \$125 millones en créditos con organismos multilaterales. En este período realizó amortizaciones por \$1.261 millones.

En junio del 2017, MZA emitió los TDP Clase 1 por hasta \$ 5.218 millones a 48 meses que permitieron cubrir erogaciones de capital, y mejoraron el perfil de vencimientos y composición de la deuda. De acuerdo a la Ley 8.930 (artículo 39), la Provincia utilizó los fondos de la emisión de los Títulos de Deuda para el pago de la totalidad de los servicios de deudas del ejercicio 2017 mejorando así el perfil de vencimientos de deuda de la Provincia. Asimismo, parte de los fondos fueron utilizados para financiar ciertos proyectos de infraestructura (plan estratégico de obras y mejoramiento operativo de agua potable y saneamiento, mejoramiento de infraestructura escolar básica, Sistema de Acueductos Ganaderos en la región sur de la Provincia, etc).

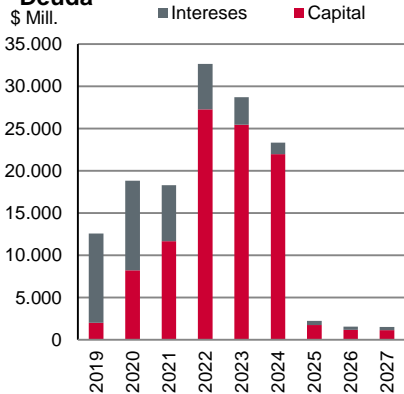
La deuda de MZA a 2018 se concentra en un 58% en moneda extranjera. Esta exposición comenzó a incrementarse durante 2016 cuando alcanzó el 52,3%, ya que a diciembre de 2015 registraba un nivel del 40,9%. Estos cambios en la composición fueron consecuencia de la emisión por USD 500 millones que realizó la provincia durante 2016 (con vencimientos parciales de capital en 2022 / 2023 / 2024), y luego fruto de incrementos en el tipo de cambio que elevaron el ratio al actual 60,5% (al 30/09/2019). FIX estima que este ratio podría elevarse hasta el 67,7% bajo un supuesto de un tipo de cambio de \$70 al 31/12/2019.

Otro riesgo adicional relacionado a la composición de la deuda es la parte de esta pactada a tasas de interés variables, que alcanza al 49,3% al 30/09/2019. Este incremento se produjo debido a la emisión de \$ 5.218 millones durante 2017 a tasa Badlar + 4,375% y a créditos con el Banco Nación a una tasa UVA+5% por un stock equivalente a \$9.788 millones, que acrecentó la exposición de la provincia a un alza de tasas o incremento en los niveles de inflación.

FIX opina que MZA, presenta un nivel moderado de apalancamiento medido como la deuda sobre ingresos corrientes y con una tendencia estable, ya que registró un 52,8% al cierre de 2018 y FIX estima que alcanzaría al 57% al cierre de 2019 (asumiendo un tipo de cambio de \$70), pero podría registrar un 54,5% si el tipo de cambio cierra en \$65. Estimaciones informales registran un stock de deuda sobre el PBG provincial del 12,5% en 2017 contra un 11,2% para el año 2016 y del 8% en 2015. No obstante se encuentra por debajo del nivel histórico de la Provincia que es de un 14%. FIX monitoreará estos indicadores de solvencia debido a las necesidades de MZA de recurrir al mercado de capitales para financiar obras de infraestructura y refinanciar vencimientos con foco en 2022-2024.

El perfil de deuda de MZA al 30/09/2019, es de corto-mediano plazo con necesidad de una refinanciación de los vencimientos en el período 2021-2024. En el año 2016 la Provincia obtuvo financiamiento en el mercado internacional, y en el año 2017 en el mercado local, pero persiste la necesidad de extender los plazos. El 81% de los vencimientos (2020-2027) se concentra en el período 2021-2024, y registra niveles de servicios de deuda sobre ingresos corrientes proyectados del orden del 10% en promedio para el período 2020-2024.

Gráfico 2: Cronograma de Deuda



Fuente: Provincia de Mendoza y proyecciones FIX.

El peso de los servicios de deuda sobre los ingresos corrientes fue del 11,3% en 2018, se reduciría al 9,5% en 2019, pero se incrementaría hasta el 12,5% y 11% en 2022 y 2023, en concordancia con los vencimientos parciales de los títulos de deuda nominados en dólares (2022-2024). El peso de los intereses sobre los ingresos corrientes fue en 2015 del 2,9%, año a partir del cual se incrementó sensiblemente al 6,5% en 2016, 6,1% en 2017, 7,3% en 2018 y se elevaría hasta el 8% en 2019.

En el 2019 Mendoza afronta vencimientos de capital estimados por \$2.062 millones, cuya concentración de vencimientos es con tenedores de títulos públicos (0%), con el Gobierno Nacional (47,5%), organismos internacionales de crédito (37,5%) y bancos (15%). La proporción en 2020 tiene una estructura similar, de los \$10.600 millones de vencimientos de capital, el 0,1% es con tenedores de títulos públicos, 39,8% con el Gobierno Nacional, 44,3% con el Banco Nación y BICE, y 15,9% con organismos internacionales de crédito. Esta composición se concentra en tenedores de títulos públicos desde 2021, año en que amortizan totalmente los Títulos de Deuda Pública Clase 1 y en el período 2022-2024 con las amortizaciones parciales de la emisión internacional por USD 500 millones.

Una mejora en el perfil de deuda permitiría reducir el riesgo de refinanciación. En el gráfico 2 se expone el perfil de vencimiento de la deuda vigente al 30/09/2019 de la Provincia, del cual se desprende una presión de los vencimientos en los próximos años.

Finalmente, la Provincia no tiene entregados avales ni garantías a organismos descentralizados ni empresas públicas. El crédito con el Credit Suisse tenía garantías en regalías, y este fue cancelado totalmente al 31/12/2017.

Por otro lado, sólo los títulos Clase 1 tienen garantía fiduciaria de coparticipación federal y FIX considera que durante 2019 el 4,7% de estos ingresos provinciales estarían comprometidos a la amortización de renta de estos títulos.

Liquidez

La posición de liquidez de MZA es ajustada a septiembre de 2019, evidenciando un sensible deterioro respecto a los niveles más holgados de años previos (2016-2018). Las disponibilidades sin afectación alcanzaron al 30/09/2019 los \$ 2.655 millones, representando un 2,1% de los ingresos totales. Si bien muestra cierto deterioro desde el 7% al cierre de 2018 (y promedio del 9,7% en 2016-2018), se encuentra muy por encima del promedio del período 2013-2015 (1,1%).

La compresión de los márgenes operativos, sumado a un fuerte incremento en el gasto de capital (+97% interanual al 3 trimestre de 2019), indujo a la reversión de los resultados financieros al 30/09/2019 (desde un superávit de \$5.388 millones al 30/09/2018 a un déficit de \$3.467 millones), obligó a financiar este desequilibrio mediante una reducción de los niveles de disponibilidades y un incremento del endeudamiento neto en \$5.017 millones.

La deuda flotante se incrementó sustancialmente en 2018 respecto a fines de 2017 (+102%). En 2017 finalizó en 3.950 millones. En términos relativos la deuda flotante significó el 8,8% de los ingresos operativos, contra 6% en 2017. Al tercer trimestre de 2019 FIX advierte una estabilización de la deuda flotante en estos niveles.

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 100%, y según lo informado por las autoridades provinciales en promedio su utilización ronda el 90%.

Por último, MZA cuenta con otra fuente de financiación para déficits estacionales de caja a través de la emisión de Letras de Tesoro de corto plazo a cancelarse en general dentro del ejercicio fiscal. En el ejercicio 2016, la Provincia tenía autorizado un Programa de Letras del Tesoro por hasta \$ 1.200 millones, del cual quedaron remanentes para el 2017 un saldo de \$183 millones. Las Letras fueron utilizadas durante 2016 para saldar deuda flotante con proveedores cuyas acreencias eran menores a \$1 millón. En 2017, 2018 y 2019 la Provincia no ha acudido a este mecanismo de financiamiento.

Contingencias

MZA posee el 90% del paquete accionario de Empresa Mendocina de Energía S.A. (Emesa), el 39% del capital accionario de Energía Mendocina (Edemsa) y el 90% de Aguas y Saneamiento Mendoza (AySAM). Estas empresas han tenido resultados volátiles: Emesa ganó \$107.8 millones en 2014, Edemsa perdió \$104.8 millones y AySAM tuvo un resultado negativo por \$210.6 millones. FIX no cuenta con balances más actualizados de las empresas públicas y no tiene registros precisos sobre las deudas de Emesa con Cammesa. La Provincia no garantiza ninguna de las deudas de estas empresas.

MZA transfirió la caja de jubilaciones y pensiones a la Nación, por lo cual no debe cubrir ningún déficit proveniente de la seguridad social.

La Provincia mantenía litigios cruzados con Nación reclamando el acumulado por el 15% de la masa coparticipable retenido para financiar a la ANSES por el período 20010-2015. Si bien el reclamo era por el período 2006-2015, se estimaba el monto judicializado sólo desde 2010 debido a la prescripción de los saldos superiores a los 5 años. Esta contingencia positiva ascendía a \$3.000 millones más intereses, que se sumaban a \$1.900 millones más intereses correspondientes a la detracción del 1,9% de AFIP. Como resultado del Consenso Fiscal firmado en noviembre de 2017, MZA ha desistido de estos reclamos judiciales. A cambio, MZA recibió \$4.800 millones de títulos públicos nacionales intransferibles depositados en el BCRA, que le reeditúan servicios de capital e intereses mensuales desde agosto de 2018 y por el transcurso de 10 años.

Tabla 1: Ingresos Operativos
(millones de pesos corrientes)

	2017P	2018P
– Ingresos Brutos	16.662	21.788
– Inmobiliario	918	1.303
– Sellos	2.949	3.455
Tributarios provinciales	22.336	28.825
Regalías	3.299	6.337
Tasas, Derechos y otros	6.880	11.082
Tributarios nacionales	30.408	41.948
Transferencias corrientes	2.773	2.841
Total ingresos operativos^a	65.697	91.034

^a – no incluye ingresos por rentas de la propiedad cobrados). Fuente: Provincia de P – Provisorio.

Desempeño presupuestario

El sector de la administración pública no financiera de MZA consiste en la administración central, los organismos descentralizados, cuentas especiales, ATM (Administración Tributaria de Mendoza) y ETM (Ente Turismo de Mendoza). Para el análisis se utilizó información privada provista por el emisor y ejecuciones presupuestarias provisorias publicadas por el Ministerio de Hacienda y Finanzas, susceptible a ajustes, dado que MZA no cuenta con cuentas de inversión cerradas del período 2014-2018. Además se procesaron los datos provisorios al cierre del tercer trimestre de 2018 y 2019. El 18/12/2019 fue presentado el proyecto de Presupuesto 2020 pero al momento no ha sido aprobado.

Ingresos operativos

MZA se caracteriza por una moderada autonomía fiscal, pero superior a la media, con una participación de los ingresos propios en el total de los ingresos operativos de 49,5% en el 2017, 50,8% en 2018 y estimada del 51,2% en 2019, en línea frente al consolidado nacional (51% en 2018). La dinámica de los ingresos propios se explica en el tributo provincial sobre Ingresos Brutos y en los ingresos por regalías de hidrocarburos, que gravan la producción de gas y petróleo. FIX estima que esta autonomía se podría reducir levemente en 2020 debido al incremento de los recursos de origen nacional impulsados por la devolución parcial del 3% que se detraía de la masa coparticipable para el financiamiento de Anses.

En forma interanual los ingresos tributarios locales crecieron en el 2018 el 29,1%, debajo de la inflación promedio del 33,7%. Si bien estos ingresos se vieron impulsados por inflación, no alcanzaron a contrapesar la caída en la actividad económica y la rebaja de alícuotas de IIBB acordada en el Consenso Fiscal 2017. Los recursos no tributarios se incrementaron al 71,1% debido fundamentalmente a la dinámica de las regalías que se expandieron al 92,1%, impulsadas por el incremento del tipo de cambio. Esta dinámica de ingresos determinó que los recursos propios crecieran al 42,2% interanual, mientras que los recursos de origen nacional lo hicieron al 35%.

De acuerdo a la ejecución al tercer trimestre y proyecciones de la calificadoradora, en 2019 se estima que los ingresos operativos en 2019 aumenten un 46,0% en términos nominales. La mejora será impulsada más por los recursos de origen nacional (+44,7%), mientras que los provinciales subirían al 47 % interanual. Al tercer trimestre de 2019 los recursos operativos se expanden al 47,2% interanual, con una dinámica de crecimiento de los recursos propios del 50,2% interanual y de los de origen nacional al 44,3%.

Gastos operativos

Al igual que en todas las provincias argentinas, MZA cuenta con una limitada flexibilidad presupuestaria por el lado del gasto, aunque la presión del gasto operativo sobre las cuentas provinciales ha decrecido en el período 2015-2018 como consecuencia de la contención de las presiones salariales. Con datos provisorios al 30/09/2019, el gasto operativo absorbió el 85,9% de los ingresos operativos, contra un 78,7% a igual período de 2018. En 2018 el ratio alcanzó el 84,6%, menor al 88,9% del consolidado provincial. No obstante, las cláusulas de actualización salarial de la planta existente en relación a la inflación, elevaron sensiblemente el gasto salarial, reduciendo notablemente la flexibilidad por el lado del gasto. De acuerdo a estimaciones de la calificadoradora el ratio alcanzaría al 94,5% al cierre de 2019.

Al 30/09/2019 se observó una aceleración del crecimiento del gasto operativo, con un aumento del 60,8% interanual (contra una inflación del 53,8% a septiembre), fruto de una mejora salarial real y al incremento de los subsidios para sostener las tarifas eléctricas diferenciales y del transporte terrestre automotor.

FIX monitoreará no sólo la evolución de los ingresos sino también la conducta fiscal en materia del gasto a fin de evaluar la evolución del desempeño operativo.

Ahorro operativo e inversión pública

En el período 2014-2018, MZA registró márgenes operativos (balance operativo sobre ingresos operativos) muy volátiles y en promedio del 5%. Desde 2016 se observó una mejora en el desempeño operativo alcanzando el 4,3%, 5,7% en 2017 y 15,4% en 2018, frente a -4,0% en 2015. De acuerdo a las estimaciones de la calificadoradora, reduciría en 2019 el margen operativo positivo al 5,5%. FIX entiende que la sustancial mejora de 2018 se debió a una efectiva contención del gasto salarial, que fue relajada en 2019 en el marco de un escenario con fuertes presiones inflacionarias y salariales en un año electoral provincial y nacional. La evolución de los gastos operativos estimados en 2019 (+63%), no sería acompañada por la dinámica de los ingresos operativos (+46%); lo que explicaría el deterioro de los márgenes operativos (ver Gráfico 3).

FIX entiende que la mejora y consolidación de un desempeño operativo-financiero más robusto dependerá de la evolución de ciertas variables exógenas y endógenas que impactan en los ingresos pero también del control del gasto.

Tabla 2: Gastos Operativos
(millones de pesos corrientes)

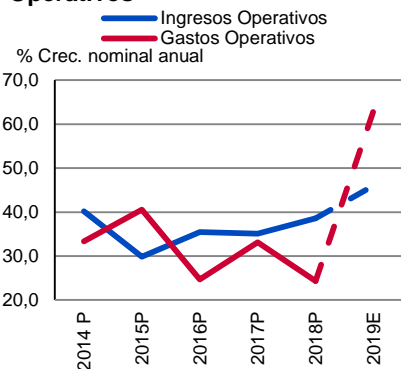
	2017P	2018P
- Personal	36.894	43.995
- Bs y Ss no personales	7.821	10.360
-Transferencias corrientes	17.259	22.684
Total gastos operativos^a	61.974	77.039

^a-no incluye intereses pagados.

Fuentes: Provincia del Mendoza

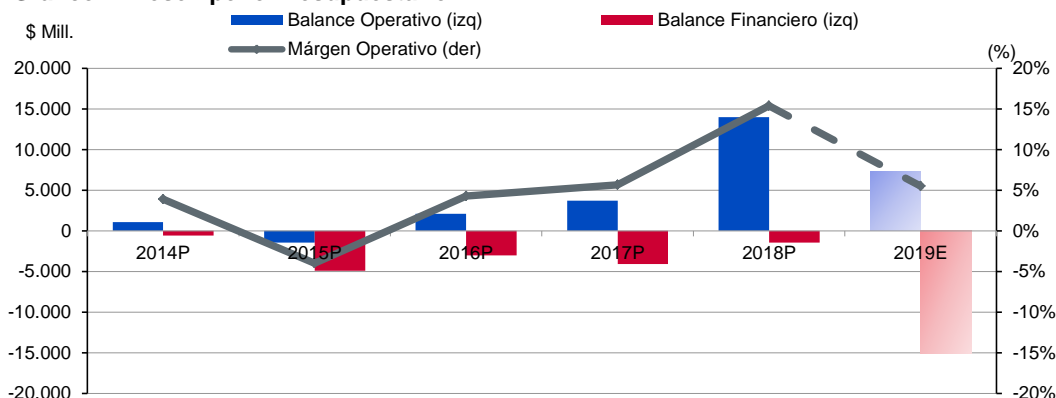
P - Provisorio.

Gráfico 3: Ingresos y Gastos Operativos



Fuente: Provincia de Mendoza y estimaciones FIX.
P – Provisorio.
E-Estimado

Gráfico 4: Desempeño Presupuestario

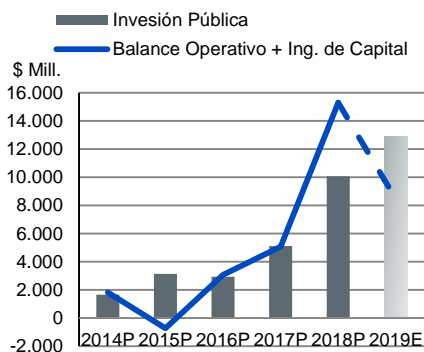


Fuente: Provincia de Mendoza y Estimaciones FIX.
E- Estimado. P – Provisorio.

Los balances operativos débiles, condicionan a que las inversiones de infraestructura necesarias en la Provincia estén condicionadas en gran medida a las transferencias de capital de parte del Gobierno Nacional o a la búsqueda de fuentes de financiamiento alternativo (ver Gráfico 5). Desde el 2016, los balances operativos sumados a los ingresos de capital permitieron financiar el 100% los gastos de capital, pero al considerar los servicios de deuda se generaron sucesivos déficits financieros, financiados principalmente con mayor endeudamiento. Esta situación podría agravarse en 2019 debido a una aceleración del gasto de capital (+96,8% interanual al tercer trimestre del 2019), un menor resultado operativo y la presión de los servicios de deuda debido a mayores tasas y una desfavorable evolución del tipo de cambio.

En 2019 la inversión podría elevarse al 8,6% del gasto total en 2019 (al 30/09/2019 insumió el 10%), mientras que en 2018 fue del 6,8% del gasto total, y 5,3% de 2017. El consolidado provincial registra en 2018 un 12,5%, por lo que FIX entiende que las necesidades de infraestructura que pueden impactar en deuda adicional.

Gráfico 5: Ahorro e Inversión



Fuente: Provincia de Mendoza.
P – Provisorio.
E-Estimado

Gestión y administración

El 29 de septiembre de 2019 se llevaron a cabo elecciones provinciales para la elección del gobernador y el vicegobernador y de los miembros de la Legislatura de la Provincia. Rodolfo Suárez y Mario Abed, ambos miembros del frente Cambia Mendoza, obtuvieron el 51,7 % del total de los votos y fueron designados gobernador y vicegobernadora, respectivamente. Cambia Mendoza es una alianza política provincial liderada por la UCR y Cambiemos. Cambia Mendoza representa, asimismo, una mayoría en ambas cámaras de la Legislatura de la Provincia.

Perfil socioeconómico

Población

Entre el 2001 y el 2010 (los años en los que se realizaron los censos nacionales más recientes), la población de la Provincia aumentó de 1.579.651 a 1.738.929, lo que representa un incremento del 10,1%. Este aumento guarda relación con el crecimiento de la población a nivel nacional, que experimentó un incremento del 10,6% durante el mismo período. El Censo 2010 indicó que 97,3% de la población está alfabetizada frente a un 98,1% a nivel nacional.

Economía

La actividad económica de la Provincia se encuentra ampliamente diversificada: comercios, hoteles y restaurantes representan el 26.1% del PBG para el período 2011-2014, los servicios

comunitarios, sociales y personal de servicio el 18,2%, manufacturas el 15,3% y servicios financieros 14,7%.

En 2015, el Producto Bruto Geográfico (PBG) a precios corrientes fue de U\$S 18,595 billones. En el período 2011-2015 la economía mendocina ha crecido un 3,6% y en 2016 se registran indicadores negativos en casi todos los sectores productivos: minería -1,6%, construcción -6,3%, industria -2,5%, comercio -14,6% y turismo -8,8%.

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. La EPH se realiza en la mayor área metropolitana de MZA.

De acuerdo a estas estimaciones, la tasa de desempleo al tercer trimestre del 2019 fue del 8,6%, con una tasa de actividad del 48,1% y una tasa de empleo del 43,9%. Estas tasas eran en igual período de 2018 del 6,4%, 47,1% y 44,1% respectivamente.

Finalmente la pobreza alcanzó al primer semestre de 2018 al 37,6% de la población, mientras que a igual período de 2017 fue del 30,7%.

Anexo A

Provincia de Mendoza

Consolidado Administración Central y Organismos Descentralizados

\$ Millones	2014 P	2015 P	2016 P	2017 P	2018 P	2018 IIIT	2019 IIIT
Impuestos (incluye Coparticipación de Impuestos)	22.298,1	29.593,5	39.179,0	52.744,4	70.773,8	50.802,4	72.950,5
Otras transferencias Corrientes recibidas	1.604,8	2.049,2	2.151,9	2.772,9	2.840,7	1.983,2	1.612,1
Regalías, tasas, derechos, otros ingresos no tributarios	3.743,8	4.263,5	7.311,9	10.179,6	17.419,9	10.224,5	18.199,2
Ingresos Operativos	27.646,7	35.906,2	48.642,9	65.697,0	91.034,4	63.010,2	92.761,7
Gastos operativos	-26.567,1	-37.342,3	-46.552,5	-61.974,1	-77.039,3	-49.557,9	-79.693,1
Balance Operativo	1.079,5	-1.436,1	2.090,4	3.722,8	13.995,1	13.452,3	13.068,7
Intereses cobrados	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Intereses pagados	-706,4	-1.039,6	-3.173,7	-4.021,4	-6.673,5	-4.129,1	-7.701,7
Balance Corriente	373,2	-2.475,8	-1.083,3	-298,6	7.321,6	9.323,2	5.366,9
Ingresos de capital	732,1	695,7	978,6	1.343,2	1.290,8	977,8	842,5
Gasto de capital	-1.663,5	-3.127,6	-2.919,3	-5.111,2	-10.065,0	-4.916,6	-9.677,3
<i>Balance de capital</i>	<i>-931,4</i>	<i>-2.431,9</i>	<i>-1.940,7</i>	<i>-3.768,0</i>	<i>-8.774,1</i>	<i>-3.938,8</i>	<i>-8.834,8</i>
Balance Financiero	-558,2	-4.907,6	-3.024,1	-4.066,5	-1.452,5	5.384,4	-3.467,8
Nueva deuda	920,6	749,4	15.149,5	7.815,5	5.668,3	4.751,0	6.279,2
Amortización de deuda y disminución otros pasivos	-1.127,8	-2.101,9	-2.266,4	-3.894,6	-3.629,5	-2.646,8	-1.261,4
<i>Endeudamiento neto: aumento, (disminución)</i>	<i>-207,3</i>	<i>-1.352,5</i>	<i>12.883,2</i>	<i>3.920,8</i>	<i>2.038,9</i>	<i>2.104,2</i>	<i>5.017,8</i>
Resultado Final	-765,5	-6.260,1	9.859,1	-145,7	586,4	7.488,6	1.549,9
DEUDA							
Corto Plazo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Largo Plazo	9.251,6	14.590,0	26.318,8	33.134,0	48.061,7	49.897,7	70.107,7
Deuda Directa	9.251,6	14.590,0	26.318,8	33.134,0	48.061,7	49.897,7	70.107,7
+ Deuda cuasi directa	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Riesgo Directo	9.251,6	14.590,0	26.318,8	33.134,0	48.061,7	49.897,7	70.107,7
- Liquidez ^a	-101,1	1.237,8	6.493,5	4.278,5	6.436,8	8.326,3	2.654,6
Riesgo Directo Neto	9.352,7	13.352,2	19.825,2	28.855,6	41.624,8	41.571,4	67.453,1
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	9.352,7	13.352,2	19.825,2	28.855,6	41.624,8	41.571,4	67.453,1
Datos sobre Riesgo Directo							
% moneda extranjera	51,0	41,1	52,7	44,1	58,0	56,9	60,5
% no bancaria	60,2	39,3	65,3	69,9	68,8	71,8	69,1
% tasa de interés fija	60,0	36,9	54,5	46,4	47,7	51,8	50,7

^a se consideran solo los fondos propios. n.d.: no disponible
P – Provisorio.

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

	2014 P	2015 P	2016 P	2017 P	2018 P	2018 IIIT	2019 IIIT
Ratios de Desempeño Presupuestario							
Balance operativo/Ingresos operativos (%)	3,90	-4,00	4,30	5,67	15,37	21,35	14,09
Balance corriente/Ingresos Corrientes (%)	1,35	-6,90	-2,23	-0,45	8,04	14,80	5,79
Balance financiero/Ingresos totales (%)	-1,97	-13,41	-6,09	-6,07	-1,57	8,41	-3,70
Resultado final/Ingresos totales (%)	-2,70	-17,10	19,87	-0,22	0,64	11,70	1,66
Balance Financiero/PBG (%)	-0,42	-2,95	-1,36	-1,44	n.d.	n.d.	n.d.
Crecimiento de ingresos operativos (variación % anual)	40,17	29,88	35,47	35,06	38,57	n.d.	47,22
Crecimiento de gasto operativo (variación % anual)	33,37	40,56	24,66	33,13	24,31	n.d.	60,81
Crecimiento de balance corriente (variación % anual)	-156,62	-763,43	-56,24	-72,44	-2552,40	n.d.	-42,43
Ratios de Deuda							
Crecimiento de deuda directa (variación % anual)	17,99	36,59	44,96	20,57	31,06	n.d.	28,83
Intereses pagados/Ingresos operativos (%)	2,55	2,90	6,52	6,12	7,33	6,55	8,30
Balance operativo/Intereses pagados (x)	1,53	-1,38	0,66	0,93	2,10	3,26	1,70
Servicios de deuda directa/Ingresos corrientes (%)	6,63	8,75	11,18	12,05	11,32	10,75	9,66
Servicios de deuda directa/Balance operativo (%)	169,90	-218,75	260,24	212,63	73,62	50,37	68,58
Deuda Directa/Ingresos operativos (%)	33,46	40,63	54,11	50,43	52,80	59,39	56,68
Riesgo Directo/Ingresos corrientes (%)	33,46	40,63	54,11	50,43	52,80	59,39	56,68
Deuda directa/Balance corriente (x)	24,79	-5,89	-24,29	-110,98	6,56	4,01	9,80
Riesgo directo/Balance corrientes (x)	24,79	-5,89	-24,29	-110,98	6,56	4,01	9,80
Riesgo final neta/Ingresos corrientes (%)	33,83	37,19	40,76	43,9	45,72	49,48	54,54
Deuda directa/PBG (%)	7,00	8,78	11,83	11,75	n.d.	n.d.	n.d.
Deuda directa per capita (\$)	5.323	8.395	15.143	19.064	27.653	28.710	40.338
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 (%)	80,65	82,42	80,54	80,28	77,74	80,63	78,64
Impuestos locales/Ingresos operativos (%)	35,32	34,53	34,29	34,00	31,66	32,69	30,30
Transferencias corrientes/Ingresos operativos (%)	5,80	5,71	4,42	4,22	3,12	3,15	1,74
Ingresos operativos/Ingresos totales ^b (%)	97,42	98,10	98,03	98,00	98,60	98,47	99,10
Ingresos totales ^b per capita (\$)	16.328	21.060	28.551	38.573	53.122	36.817	53.857
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 (%)	61,27	62,59	61,60	59,53	57,11	59,35	57,53
Transferencias Corrientes realizadas/Gasto operativo (%)	26,96	25,53	26,44	27,85	29,45	29,33	30,32
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 (%)	5,53	7,17	5,32	6,81	10,33	8,03	9,84
Gasto de capital/PBG (%)	1,26	1,88	1,31	1,81	n.d.	n.d.	n.d.
Gasto total per capita (\$)	17.299	25.093	31.595	43.154	56.046	35.242	56.579
Financiamiento de Gasto de Capital							
Balance corriente/Gasto de capital (%)	22,43	-79,16	-37,11	-5,84	72,74	189,63	55,46
Ingresos de capital/Gasto de capital (%)	44,01	22,24	33,52	26,28	12,82	19,89	8,71
Endeudamiento neto/Gasto de capital (%)	-12,46	-43,24	441,30	76,71	-36,06	42,80	51,85

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

^a incluye intereses cobrados

^b excluye nueva deuda

^c incluye amortizaciones de deuda

P – Provisorio.

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 30/09/2019.

Tabla 1: Títulos de Deuda y Letras

Instrumento	Monto	Emisión	Vto.	Saldo (30/09/2019)	Tasa	Amortización
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.

Anexo D. Dictamen de calificación

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO “Afilada de Fitch Ratings” - Reg. CNV N°9, reunido el día 27 de diciembre de 2019 confirmó las siguientes calificaciones de la Provincia de Mendoza:

:Detalle	Calificación Actual	Perspectiva Actual	Calificación Anterior	Perspectiva Anterior
Endeudamiento de Largo Plazo	BBB(arg)	Negativa	BBB(arg)	Negativa
Endeudamiento de Corto Plazo	A3(arg)	No aplica	A3(arg)	No aplica
Títulos de Deuda Pública (TDP) Clase 1 por \$ 5.219 millones.	BBB(arg)	Negativa	BBB(arg)	Negativa

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 septiembre de 2019 y la siguiente información pública:

- Ejecuciones Presupuestarias y stock de deuda para el período 2014-2018 y parciales 2018 y 2019.
- Presupuesto 2019.
- Detalle de ingresos y egresos de la Provincia.
- Stock de Deuda para el período 2014-2018, y parciales 2018 y 2019.
- 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.